

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE
PRÓ-REITORIA DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

GABRIEL BARRETO DE MELO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES DE EMPRESAS
APÓS IPO NO BRASIL ENTRE 2009 E 2015**

São Cristóvão - SE

2017

GABRIEL BARRETO DE MELO

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES DE EMPRESAS
APÓS IPO NO BRASIL ENTRE 2009 E 2015**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do título de Mestre em
Administração pelo Programa de Mestrado em
Administração da Universidade Federal de
Sergipe.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida

São Cristóvão - SE

2017

**FICHA CATALOGRÁFICA ELABORADA PELA BIBLIOTECA CENTRAL
UNIVERSIDADE FEDERAL DE SERGIPE**

M528g Melo, Gabriel Barreto de
Governança corporativa e desempenho das ações de empresas
após IPO no Brasil entre 2009 e 2015 / Gabriel Barreto de Melo ;
orientador Moisés Araújo Almeida. - São Cristóvão, 2017.
60 f. : il.

Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade
Federal de Sergipe, 2017.

1. Governança corporativa. 2. Oferta pública inicial (valores
mobiliários). 3. Ações (Finanças) - Preços. I. Almeida, Moisés
Araújo, orient. II. Título.

CDU 336.76

GABRIEL BARRETO DE MELO

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES DE EMPRESAS APÓS
IPO NO BRASIL ENTRE 2009 E 2015

Dissertação apresentada como requisito parcial
para obtenção do título de Mestre pelo Programa
de Mestrado em Administração da Universidade
Federal de Sergipe (PROPADM).

Aprovada em 24 de maio de 2017.

São Cristóvão, SE.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida
Orientador – Universidade Federal de Sergipe

Prof.^a Dr.^a Maria Elena León Olave
Examinadora Interna – Universidade Federal de Sergipe

Prof. Dr. Edilson dos Santos Silva
Examinador Externo – Universidade Federal de Pernambuco

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho à minha família e à fonte maior, minhas origens.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família, ao meu pai e à minha mãe, guardiões essenciais neste caminho. Aos meus irmãos, às minhas tias e tios e à toda minha ancestralidade. Ao meu orientador, Professor Moisés, que, com bastante dedicação, concedeu relevantes sugestões. À Professora Maria Elena e ao Professor Edilson, os quais, como membros da banca, exerceram suas missões de forma construtiva. À Professora Lilian, que atenciosamente sempre me estimulou a buscar o caminho da pesquisa acadêmica. A todos os Professores que de alguma forma contribuíram para a minha formação.

RESUMO

A governança corporativa vem sendo uma temática bastante estudada na literatura acadêmica em finanças no Brasil nos últimos anos. No entanto, existe um espaço importante de estudo quando o contexto a ser analisado é a abertura de capital de empresas no Brasil, já que se trata de uma transição de estrutura societária na qual os empreendedores passam a acessar uma nova fronteira de financiamento para expansão empresarial, ao mesmo tempo em que surgem obrigações para com o mercado de capitais centralizadas em mecanismos de governança corporativa. Dentro deste contexto, o principal objetivo da presente pesquisa foi analisar como o desempenho das ações de novos ingressantes no mercado (IPOs) se relaciona às dimensões de governança corporativa no período de um ano após a respectiva abertura de capital. A pesquisa concentrou-se no período de 2009 a 2015, ciclo de IPOs que ocorreu num contexto de estabilidade econômica pós-crise internacional. A amostra total compõe-se de 38 empresas e os dados foram extraídos de prospectos definitivos de emissão primária de ações, de documentos disponíveis na CVM, bem como de bases *online* de cotações da Brasil, Bolsa, Balcão - B3. Em seguida foram realizadas análises entre as variáveis em estudo utilizando as técnicas correlação e de regressão linear múltipla com algoritmo *stepwise backward*, sendo que a variável desempenho das ações teve como referência o *benchmark* considerando o Ibovespa. Os resultados mostraram que as variáveis tamanho do conselho de administração (NC) e participação de conselheiros independentes (PCEI) apresentaram relações inversas e significantes com a variável retorno anormal, sendo esta última representante da dimensão desempenho acionário. Outro achado da pesquisa de destaque relevante foi a presença de *underpricing* de somente 0,45%, bem abaixo do encontrado em outros estudos. Como resposta à pergunta da pesquisa, os resultados sugerem que a presença de mecanismos de governança pode não ser suficiente para gerar um bom desempenho acionário.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Oferta Inicial de Ações, Desempenho Acionário.

ABSTRACT

Corporate governance has been a subject widely studied in the academic literature on finance in Brazil in last years. However, there is an important area of study when the context to be analyzed is the opening of public companies in Brazil, since it is a transition of corporate structure in which the entrepreneurs begin to access a new frontier of financial resources for business expansion. At the same time, there are legal obligations related to capital market centered in mechanisms of corporate governance. In this context, the main purpose of the present research was to analyze how the performance of the shares of new entrants in the market (IPOs) relates to the dimensions of corporate governance in the period of one year after the respective IPO. The research focused on the period from 2009 to 2015, cycle of IPOs that occurred in a context of post-international crisis economic stability. The total sample consisted of 38 companies and the data were extracted from final prospectus of initial public offering, documents available at the CVM, as well as online quotations from Brasil, Bolsa, Balcão - B3. Analyzes were made between the variables under study using the correlation and multiple linear regression techniques with stepwise backward algorithm, with the variable performance of the shares having as reference the benchmark considering the Ibovespa. The results showed that the variables size of the board (NC) and participation of independent members (PCEI) presented inverse and significant proportions with the abnormal return variable, the latter being representative of the stock performance dimension. Another relevant finding in this research was the presence of underpricing of only 0.45%, below that was found in most of other studies. In response to the research question, the results suggest that the presence of governance mechanisms may not be sufficient to generate good stock performance.

Keywords: Corporate Governance, Initial Public Offering, Stock Performance.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBOVESPA – Índice Bovespa

IPO – *Initial Public Offering*

OECD – *Organisation for Economic Co-operation and Development*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Fontes de financiamento segundo a fase de desenvolvimento do empreendimento	23
Figura 2: Síntese da estratégia de pesquisa	30
Figura 3: Número de IPOs por ano entre 2009 e 2015	34
Figura 4: Classificação das empresas da amostra por setor econômico	37
Figura 5: Histograma da variável retorno anormal (RA)	45
Figura 6: Histograma da variável participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI)	46
Figura 7: Relação entre retorno anormal (RA) e número de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI)	47
Figura 8: Relação entre retorno anormal (RA) e ativo total (AT)	48

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Principais variáveis de estudo (representativas de governança)	32
Quadro 2: Variáveis de controle	33
Quadro 3: Comparação entre os achados na literatura e na presente pesquisa	44

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis	38
Tabela 2: Correlação de Pearson entre retorno anormal (RA) e variáveis da pesquisa.....	40
Tabela 3: Regressão linear múltipla com modelo inicial	41
Tabela 4: Regressão linear múltipla com algoritmo <i>stepwise backward selection</i>	42

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.2	OBJETIVOS GERAL E ESPECÍFICOS	15
1.3	JUSTIFICATIVA	15
1.4	ESTRUTURA DA PESQUISA	17
2	REFERENCIAL TEÓRICO	18
2.1	GOVERNANÇA CORPORATIVA	18
2.2	GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES APÓS IPOS	22
2.3	OUTROS FATORES DETERMINANTES DO DESEMPENHO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS APÓS IPOS	26
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	28
3.1	DELINEAMENTO DA PESQUISA	28
3.2	ESTRATÉGIA DA PESQUISA	28
3.3	VARIÁVEIS DA PESQUISA	30
3.4	AMOSTRA	33
3.5	COLETA E ANÁLISE DOS DADOS	35
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	37
4.1	CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS	37
4.2	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS, CORRELAÇÃO E REGRESSÃO	38
4.3	ANÁLISE DESCRITIVA	44
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
5.1	RESULTADOS ENCONTRADOS E IMPLICAÇÕES TEÓRICAS	49
5.2	LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES DE ESTUDOS	51
	REFERÊNCIAS	53
	APÊNDICE I	58
	APÊNDICE II	59
	APÊNDICE III	60

1. INTRODUÇÃO

A atividade empreendedora está em essência relacionada à procura de oportunidades para suprir demandas no ambiente econômico, seja por meio do desenvolvimento de novos mercados até então inexistentes; seja por meio da criação de novas organizações (GARTNER, 1985; SHANE; VENKATARAMAN, 2000). Embora seja corrente a ideia de que os empreendimentos se iniciem em pequenos negócios, é comum que o empreendedorismo ocorra por meio da expansão da empresa, abrangendo desenvolvimento de tecnologias e novos produtos, ampliação de infraestrutura e o aumento da sua atuação no mercado.

Na presença de limitações de recursos próprios, os empreendedores podem contar com recursos financeiros provenientes de terceiros, tais como pessoas de sua rede de relacionamentos, instituições financeiras, investidores de risco, organizações de fomento privadas e públicas, entre outras opções (HISRIC; PETER; SHEPHERD, 2014). Entre as estratégias para captação de recursos, especialmente após o empreendimento atingir uma amplitude de mercado significativa, está a abertura de seu capital em bolsa de valores (ZIDER, 1998), o que permite acesso a investidores dispostos ao risco na perspectiva de ganhos futuros.

No entanto, devido aos múltiplos interesses que surgem quando a firma recebe novos sócios, mecanismos de governança corporativa tornam-se fatores-chave para a própria existência das empresas que passam a ser listadas publicamente (FILATOTCHEV; WRIGHT; BRUTON, 2015). A governança corporativa pode ser definida como o “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (IBGC, 2015, p. 20).

Aspectos relativos à governança corporativa nas Ofertas Públicas Iniciais (do inglês *Initial Public Offering* – IPO¹) vêm sendo objeto de pesquisas que estudaram temáticas relacionadas ao desempenho empresarial considerando fatores tais como estrutura de propriedade, relações de poder e controle, confiança dos investidores na gestão, estrutura do conselho de administração, continuação do empreendedor fundador na gestão, entre outros presentes no momento do IPO. Essas questões já têm sido analisadas internacionalmente (BAKER; GOMPERS, 2003; HOWTON,

¹ Segundo o Glossário Financeiro da Nasdaq (2016), IPO é definido como “a primeira venda de ações de uma empresa ao público” (tradução própria).

2006; SUCHARD, 2009), e mais recentemente, no Brasil, estudos têm sido produzidos, embora frequentemente não restritos às variáveis de governança corporativa (HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011; RODARTE; CAMARGOS, 2013; MARUFUJI, 2013; BASTOS; PINTO; KLOTZLE, 2014).

Quando a estrutura de um empreendimento passa de capital fechado e com poucos sócios para uma formação societária aberta, o distanciamento entre o controle e a gestão da empresa, bem como a presença de sócios minoritários com pouco poder de decisão nas questões do negócio, podem gerar conflitos de interesse (especialmente os de agência). Devido a esta situação, recomendações internacionais e nacionais (OECD, 2015; IBGC, 2015) têm sugerido a presença de relevantes mecanismos de governança corporativa com o objetivo de mitigar os efeitos prejudiciais dos conflitos na geração de valor do empreendimento para os seus proprietários e contribuir para a própria continuidade da firma.

De um ponto de vista prático, o papel que a governança corporativa exerce no desempenho do negócio, especialmente no valor de mercado das ações, se justifica devido ao fato dos investidores terem a possibilidade de maior segurança na tomada de decisão de investimento, quando presentes mecanismos de proteção a minoritários (*tag along*), maior acesso à informação devido aos maiores níveis de transparência empresarial (*disclosure*), conselhos de administração mais independentes, entre diversos outros fatores (IBGC, 2015; OECD, 2015). Por meio dos instrumentos de governança, os investidores podem exercer maior poder de fiscalização sobre a definição e cumprimento das estratégias de negócio por parte dos membros da gestão, prevenindo assim que ocorram conflitos entre os agentes (gestores) e os principais (acionistas), ou entre os sócios (controladores e minoritários) (IBGC, 2014).

Considerando que a abertura de capital altera substancialmente o empreendimento, a importância da presença de instrumentos de governança na transição de um empreendimento de estrutura societária fechada para a aberta torna-se essencial não somente do ponto de vista de exigências legais, mas também para a adequada gestão de uma empresa que passará a ter vários sócios. Neste contexto, a presente pesquisa buscou verificar como variáveis representativas das características de governança corporativa, no momento da Oferta Pública Inicial, estão associadas ao desempenho *ex post* (um ano depois do IPO) das ações das empresas ingressantes que realizaram IPOs no Brasil. Desta forma, este estudo pretendeu trazer *insights* e ampliar o conhecimento relacionados à governança corporativa no processo de abertura de capital em âmbito nacional,

contribuindo com o desenvolvimento de novos negócios, considerando que horizontes de mercado e de produtos ainda inexplorados podem ser cogitados por empresas que passam a ter acesso ao mercado acionário.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

A abertura de capital (IPO) no mercado é uma relevante oportunidade que os empreendedores têm para crescer seus negócios, já que passam a ter acesso a financiamentos com prazos indeterminados devido à participação acionária dos investidores. Ocorre que é também um momento no qual a empresa apresentará maior visibilidade pública (publicações obrigatórias de informações financeiras) e terá que preencher uma série de requisitos legais para que seja concretizado o IPO.

A depender das condições relacionadas à governança corporativa pré-IPO, imagina-se a possibilidade de ocorrer maior ou menor desempenho relativo à valorização das ações no período seguinte à abertura de capital. Esta situação já encontra evidências no âmbito internacional, tais como as detectadas em pesquisa realizada por Howton (2006) com empresas norte-americanas, e por Suchard (2009) em empresas australianas.

No Brasil, destaca-se a pesquisa realizada por Rodarte e Camargos (2013) com empresas que realizaram IPO em níveis diferenciados de governança no período entre 2002 e 2007. Entre os achados, não foi constatada relação com desempenho, mas observou-se um *underpricing* de pouco menos de 6% no período de um ano após a abertura.

Outro exemplo nacional é o estudo realizado por Marufuji (2013), em que foi analisado o desempenho de ações de IPO no Brasil entre os anos 2004 e 2007, considerando entre as diversas variáveis de estudo o segmento de listagem conforme o nível de governança. Neste estudo, constatou-se *underperformance* das empresas iniciantes em relação à média do Ibovespa no horizonte de 60 meses. Em relação ao desempenho mensurado pelo retorno anormal, somente observou-se como estatisticamente significativa a participação de investidores estrangeiros.

No entanto, não é comum a presença de estudos no Brasil que analisem o desempenho de ações de empresas pós-IPO associando-o, especificamente, às variáveis de governança corporativa (tais como independência dos membros do conselho de administração, mecanismos de proteção

aos acionistas minoritários, entre outros), presentes no momento da abertura de capital, havendo espaço para futuras pesquisas que explorem tais relações. Neste contexto, este trabalho pretende responder a seguinte questão: Existe associação entre variáveis representativas da estrutura de governança corporativa e o desempenho das ações das empresas que abriram capital primariamente no mercado brasileiro entre 2009 e 2015?

1.2. OBJETIVOS GERAL E ESPECÍFICOS

A pesquisa tem como objetivo geral analisar a existência de associação entre variáveis representativas de governança corporativa e o desempenho das ações das empresas que abriram capital primariamente no mercado brasileiro entre 2009 e 2015.

São objetivos específicos:

A: Identificar as empresas que abriram capital no Brasil durante o período de 2009 a 2015;

B: Identificar variáveis de governança corporativa, conforme prospectos definitivos de IPO e dados públicos disponíveis nos *websites* da CVM e Brasil, Bolsa, Balcão - B3;

C: Comparar o desempenho das ações de cada empresa que efetuou IPO no período investigado em relação ao índice Ibovespa;

D: Analisar, por meio de correlação e regressão linear, as associações entre as variáveis representativas da governança corporativa da empresa emissora e o desempenho de suas ações em um ano após a abertura de capital, considerando como *benchmark* o Ibovespa.

1.3. JUSTIFICATIVA

A abertura de capital pode ser considerada um importante mecanismo de desenvolvimento econômico, já que incorpora ao setor produtivo parte da poupança dos investidores, permitindo ampliar os negócios em termos de tamanho de sua estrutura e força empresarial no mercado.

No entanto, sabe-se que a situação do mercado de capitais no Brasil ainda está muito distante do potencial relativo a sua população e ao tamanho da sua economia. Para se ter uma ideia comparativa, somente no ano de 2014, foram realizados 304 IPOs nos Estados Unidos,

arrecadando-se 87,1 bilhões de dólares, segundo relatório da PricewaterhouseCoopers (PWC, 2015), enquanto que no período de estudo da presente pesquisa (2009-2015), ocorreram apenas 43 IPOs no Brasil conforme dados da Brasil, Bolsa, Balcão - B3 (2016)². Muito embora sejam mercados em estágios muitos diferentes de desenvolvimento, evidencia-se um longo caminho a ser percorrido pelo mercado de capitais nacional, se levados em conta os dados referentes ao contexto norte-americano.

Já existem estudos internacionais que apontam significantes relações entre variáveis inerentes aos aspectos de governança das corporações pós-IPO e o desempenho das respectivas ações. Para efeitos de exemplo, em pesquisa realizada por Morck, Shleifer e Vishny (1988), notou-se que a porcentagem da propriedade da empresa possuída pelos conselheiros de administração tinha relação com o desempenho empresarial mensurado pelo Q de Tobin. Em estudo elaborado por Howton (2006), considerando uma amostra de firmas americanas, concluiu-se que obtinham melhores níveis de sobrevivência as que tiveram financiamento de capital de risco (VC), que o CEO era o fundador da empresa, e quando havia a presença de *blockholder*.

É relevante notar que a presença de investidores de risco (VC) na fase de desenvolvimento do empreendimento parece ter relevância na estruturação do ambiente de governança. Neste contexto, em pesquisa efetuada por Suchard (2009), com amostra composta de firmas australianas, notou-se que as que tinham esta característica apresentaram maior independência do conselho de administração. O mencionado autor explica que a governança é aperfeiçoada em razão dos capitalistas de risco utilizarem de sua rede profissional para recrutamento de executivos independentes.

No Brasil, também já foram realizadas pesquisas relacionadas às Ofertas Públicas Iniciais abrangendo temáticas tais como estrutura de propriedade e nível de governança em ajustes parciais de preços (HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011), *underpricing* em IPOs (RODARTE; CAMARGOS, 2013), fatores associados ao desempenho de longo prazo de IPOs (MARUFUJI, 2013), relação entre presença prévia de *private equity* e desempenho pós-IPO (BASTOS; PINTO; KLOTZLE, 2014). No entanto existe um espaço a ser explorado, quando se trata da análise específica das relações entre o desempenho das ações de empresas novatas (após IPOs) no mercado de capitais brasileiro, e variáveis relacionadas aos mecanismos de governança presentes nas mesmas no momento da abertura do capital.

² Em 2017 a BM&FBOVESPA passou a ser denominada B3.

Em síntese, ao analisar de forma particular como as variáveis inerentes às dimensões de governança corporativa estão associadas ao desempenho das ações das empresas novatas (pós-IPO) no Brasil, especificamente no momento da abertura de capital, esta pesquisa se aprofunda numa temática que ainda apresenta oportunidades de maiores esclarecimentos por estudos acadêmicos nacionais.

Ademais, estudos relativos aos fenômenos associados ao desempenho das empresas iniciantes no mercado de capitais colaboram não somente com os avanços científicos, mas também criam subsídios para os gestores e investidores na realização de estudos de mercado e tomada de decisões relacionadas à abertura de capital. Podem ainda contribuir para a formulação de políticas públicas e definições de mecanismos regulatórios que estimulem o desenvolvimento e a ampliação do mercado acionário brasileiro.

1.4. ESTRUTURA DA PESQUISA

Em primeiro momento, na introdução, foi feita uma breve contextualização referente à governança corporativa e ao desempenho das empresas após IPO. Foram ainda destacados o problema de pesquisa, e os objetivos gerais e específicos, bem como a justificativa.

Em seguida, no referencial teórico, foram abordados os principais aspectos relacionados à governança corporativa, à emissão primária de ações e ao desempenho das ações. O referido tópico apresentou os principais estudos que fundamentaram a seleção das variáveis da presente pesquisa.

Na seção da metodologia, foram descritas as etapas por meio das quais os dados foram organizados e analisados. Na seção dos resultados, foram expostas as análises dos dados conforme os procedimentos descritos na metodologia, bem como as implicações teóricas e práticas. Por último, nas considerações finais, o trabalho foi encerrado sendo sintetizados os achados empíricos e as limitações da pesquisa.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

No âmbito dos estudos em mercados de capitais, pesquisas relativas à temática de governança corporativa têm sido frequentes desde a publicação do *Cadbury Report* em 1992 (DURISIN; PUZONE, 2009). No entanto, os conflitos de agência já vêm sendo estudados há algumas décadas, sendo destaque na área de finanças a pesquisa de Jensen e Meckling (1976), em que foram analisadas as consequências econômicas da separação entre a gestão e a propriedade nas organizações, ocasionando o denominado problema de agência. Tal situação é decorrente da existência frequente, nas relações empresariais, de conflitos de interesses entre o “principal” (em geral, proprietário) e o “agente” (que representa ou gerencia o negócio).

No contexto de emissão primária de ações (IPO), os mecanismos de governança corporativa têm relevância na medida em que contribuem para maior estabilização de interesses frequentemente conflitantes entre os próprios acionistas, e entre estes e os gestores, e, em última análise, protegem o valor da empresa (FILATOTCHEV; WRIGHT; BRUTON, 2015). No Brasil, o número de publicações na área de governança corporativa tem sido crescente nos anos recentes (MACHADO JÚNIOR et al., 2015), entretanto não são muitos os estudos que analisam concomitantemente aspectos de governança e o desempenho de ações de empresas pós-IPO de forma específica, podendo ser destacadas em âmbito internacional as pesquisas de Howton (2006) e Suchard (2009), e, em âmbito nacional os estudos realizados por Rodarte e Camargos (2013), e Sonza e Kloeckner (2014).

2.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Desde o surgimento das grandes corporações, nas quais a propriedade e o controle passaram a ficar dispersas em uma multiplicidade de acionistas, as questões sobre mecanismos de estabilização dos interesses entre os mesmos e, especialmente, entre aqueles e os agentes (gestores), tornaram-se integrantes da temática pertencente à governança corporativa. Esta pode ser sintetizada como o “sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas” (CADBURY, 1992, p. 15, tradução própria) e “lida com as formas por meio das quais os fornecedores de recursos financeiros das corporações garantem a si mesmos em retornar os seus investimentos” (SHLEIFER; VISHNY, 1997, p. 737, tradução própria).

Entre os principais manuais de boas práticas de governança corporativa, destaca-se em nível internacional o “G20/OECD Principles of Corporate Governance”, elaborado pela *Organisation for Economic Co-operation and Development* – OECD, sendo a versão mais recente referente ao ano de 2015, e, em âmbito brasileiro, o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” estruturado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, também referente ao ano de 2015. O manual originário da OECD descreve objetivamente, em seu prefácio, a função da governança corporativa, explicando que:

O objetivo da governança corporativa é ajudar a construir um ambiente de confiança, transparência e responsabilidade necessária para estimular o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade do negócio, apoiando assim o crescimento mais robusto e sociedades mais inclusivas (OECD, 2015, p. 7, tradução própria).

O manual elaborado pela OECD aponta ainda diversas recomendações que devem nortear a governança nas corporações, sendo delineadas em um modelo abrangendo vários princípios e subprincípios. Entre as principais orientações, podem ser destacadas algumas tais como o compromisso de permitir uma transparência da empresa para a devida aplicação da lei, tratamentos equilibrados entre os acionistas, divulgação das informações e relatórios que permitam a *accountability* e criação de instrumentos de controle da gestão pelo conselho de administração (OECD, 2015).

No âmbito brasileiro, o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” define governança corporativa como o “sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas” (IBGC, 2015, p. 20). Sendo assim, contribuem para que ocorra a devida estabilização de interesses frequentemente contrapostos (tais como os que podem ocorrer entre acionistas e gestores) com o objetivo de criação e manutenção de valor da organização. O código ainda delineia princípios básicos de governança corporativa, entre os quais a transparência das informações organizacionais para as partes interessadas, a equidade no tratamento entre as partes interessadas, a *accountability* e a responsabilização corporativa (IBGC, 2015).

Os mecanismos de governança podem ser classificados em internos ou externos. Num estudo realizado por Silveira, Barros e Famá (2006) sobre a relação entre o desempenho acionário

e variáveis de governança corporativa, foram destacados “mecanismos internos, como a concentração da propriedade, a estrutura do conselho e a forma de remuneração dos executivos, e mecanismos externos, como o mercado de controle corporativo, o nível de endividamento e a presença de investidores institucionais” (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006, p. 4).

No contexto empresarial, a função da governança corporativa passa a apresentar especial relevância quando ocorre a separação de propriedade e gestão, em que existe o risco de haver aumento de gastos com produtos ou serviços desnecessários, considerando o comportamento de maximização de utilidade (SAITO; SILVEIRA, 2008). É que não sendo o proprietário, o gestor pode pensar em auferir o maior ganho, ainda que isto reduza o desempenho da firma. Mas não é somente do lado do gestor que pode haver um comportamento conflituoso, já que o acionista pode ter o interesse em obter o maior nível de retorno sobre o investimento, ainda que não tenha se esforçado em termos laborais para tal resultado desejado. Um dos primeiros trabalhos acadêmicos a se debruçar sobre o tema foi a obra de Berle e Means (1968), cuja primeira edição fora publicada em 1932. Neste livro, os autores evidenciam como a separação entre a propriedade e a gestão nas corporações pode gerar uma série de consequências devido à frequente contraposição de interesses entre os acionistas e os gestores.

Algumas décadas depois, Jensen e Meckling (1976) publicaram um clássico estudo teórico sobre os conflitos de agência, no qual tornou-se possível operacionalizar pesquisas empíricas sobre o tema. Em relação à questão de agência, os autores explicam que:

Nós definimos uma relação de agência como um contrato por meio do qual uma ou mais pessoas (o principal) atribui a outra pessoa (agente) para realizar alguma atividade em seu nome que envolve alguma autoridade de tomada de decisão ao agente. Se ambas as partes da relação são maximizadores de utilidade, existem boas razões para acreditar que o agente nem sempre atuará da melhor forma a satisfazer os interesses do principal. O principal pode limitar conflitos de propósitos por meio do estabelecimento de incentivos apropriados para o agente e por meio do gasto com monitoramentos para limitar atividades anômalas pelo agente [...] (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 5, tradução própria).

Sendo assim, existe a possibilidade de o agente buscar ter o maior nível de benefícios possíveis como representante da empresa, enquanto o principal terá como objetivo obter o maior retorno possível em relação ao investimento, o que poderá implicar em menores retribuições às atividades dos administradores. Nesta situação hipotética, é nítida a presença de conflitos de interesses que podem prejudicar o desempenho da empresa em suas atividades operacionais e, em

última instância, haverá lucros menores e redução do desempenho das ações, mensurado pelo valor de mercado.

A questão da agência está intimamente relacionada à assimetria de informação já que o agente, por estar mais próximo das ocorrências rotineiras que acontecem nos negócios, pode possuir mais informações que o principal (proprietário). Se o agente trabalha em prol dos interesses do principal, a relação não seria conflituosa. Entretanto, em diversas situações, não é possível saber ao certo se o agente está ou não realizando as atribuições de forma convergente à vontade do proprietário. É nesta situação que surgem os custos de agência, ou seja, são necessários dispêndios com auditorias, mecanismos de fiscalização, de redação de contratos, entre outros relacionados (JENSEN; MECKLING, 1976).

Como se percebe, a relação de agência é decorrente de um contrato por meio do qual uma parte (agente) deve representar os interesses da outra parte (principal). Considerando as dificuldades existentes para que o principal tenha certeza que o agente está agindo conforme definido contratualmente, aquele necessita utilizar mecanismos de fiscalização e controle. Instrumentos de recompensa, tais como remuneração variável, também podem contribuir para estimular o agente a agir conforme os interesses do proprietário (JENSEN; MECKLING, 1976).

Por outro lado, existem pesquisas (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999) mostrando que a questão de agência em razão da separação da gestão e da propriedade ao estilo previsto por Berle e Means (1968) é mais restrita às grandes corporações de países com tradições jurídicas típicas do direito comunitário (*commom law*). Em outro estudo realizado por La Porta et al. (1998), constatou-se que países com predominância do direito civil francês apresentavam menos proteção a investidores e maior concentração de controle acionário. Especificamente quanto ao âmbito brasileiro, Silveira (2004) verificou que a estrutura de propriedade das companhias abertas no Brasil evidenciava características de maior concentração, enquanto nos EUA, a predominância era de propriedade difusa.

Muito embora a ênfase de pesquisas acadêmicas seja recente, problemas de agência já ocorriam antes mesmo da prevalência das grandes corporações contemporâneas. No estudo histórico e comparativo realizado por Monsma (2000) sobre a relação entre proprietários de terra e seus funcionários em fazendas do Brasil e da Argentina no século XIX, já era presente a problemática entre os possíveis conflitos de interesse entre o agente e o principal. Ainda sobre a questão do conflito de agência o autor faz a seguinte afirmação:

A teoria da agência focaliza os problemas gerados pelo fato de que o agente tem de fazer algo pelo principal, mas não tem os mesmos interesses. Ao mesmo tempo, o principal nunca tem informação completa sobre as atividades do agente, e muitas vezes nem sabe fazer as tarefas do agente (MONSMA, 2000, p. 89).

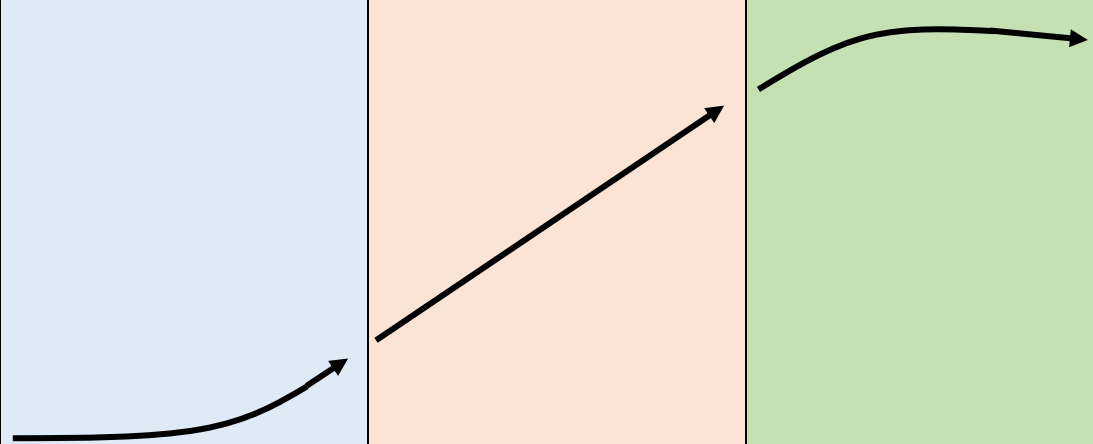
Nas organizações contemporâneas, nas quais a propriedade é difusa em número muitas vezes indefinido de acionista³, tais como nas sociedades anônimas de capital aberto, a assimetria de informação tende a ser mais intensa, já que a distância entre os proprietários e os gestores é maior (com muita frequência, o acionista nem sequer conhece detalhadamente a empresa que está investindo) que aquelas nas quais a gestão e a propriedade estão em poucas ou na mesma pessoa. A assimetria também ocorre quando existe concentração acionária, sendo que os acionistas majoritários passam a ter diferenciação de acesso à informação em comparação a pequenos investidores e minoritários. É neste contexto que os mecanismos de governança passam a exercer primordial importância, já que visam estabilizar a relação entre os interesses dos gestores e dos proprietários, bem como compatibilizar os objetivos dos acionistas majoritários e minoritários. Em última análise, a expectativa é que uma boa estrutura de governança corporativa possa garantir a geração de valor para os acionistas das empresas e a sobrevivência da organização.

2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES APÓS IPOS

Um dos maiores obstáculos que os empreendedores podem ter que enfrentar no percurso do crescimento empresarial é a insuficiência de recursos para o crescimento do negócio. Entre as formas de acesso ao capital de terceiros está a Oferta Pública Inicial (IPO), que oferece vantagens no sentido de a empresa não precisar devolver o capital em prazo específico, tal como existe nos financiamentos bancários, facilitando assim o planejamento da expansão dos negócios. Ao mesmo tempo em que nos IPOs, devido ao caráter público, novos acionistas passam a ter propriedade sobre os empreendimentos, este momento pode ser essencial para estratégias de saída (*exit routes*) de investidores de risco (*private equity* e *venture capital*) que ingressaram anteriormente (BLACK; GILSON, 1998; ZIDER, 1998; NEUS; WALZ, 2005).

³ Jensen e Meckling (1976, p. 6) falam em “propriedade difusa” para fazer referência às empresas de capital social distribuído em múltiplos sócios.

Na literatura relativa a empreendedorismo e finanças, o IPO é posicionado como uma forma de captação de recursos frequente nas últimas etapas do ciclo de investimento, mas não necessariamente é a mais comum (EVCA, 2007, p. 34). A figura 1 exibe uma síntese das fases de desenvolvimento do empreendimento, e as respectivas opções, considerando a literatura relacionada.

	Emergente	Crescimento	Estabilização de mercado
Tamanho do empreendimento			
Fontes de recursos	Redes de relacionamento do empreendedor, incubadoras, investidores-anjo, apoio governamental.	Investidores de risco (<i>private equity</i> e <i>venture capital</i>), financiamentos bancários, apoio governamental.	Investidores de risco (<i>private equity</i> e <i>venture capital</i>), fundos <i>buyout</i> , Oferta Pública Inicial (IPO).

Fonte: Adaptado de Engelhardt e Gantenbein (2010); EY (2013).

Figura 1: Fontes de financiamento segundo a fase de desenvolvimento do empreendimento

Dentre os estágios expostos na figura 1, o foco desta pesquisa é na última fase, ou seja, a da busca pela estabilização, quando a empresa já tem uma perspectiva definida sobre que caminho buscará percorrer para se posicionar no mercado, e para tanto se utiliza da abertura de capital (IPO) captando recursos financeiros necessários para a concretização dos projetos desenhados.

As etapas do processo de IPO precisam preencher uma série de requisitos definidos em leis e regulamentos específicos. No Brasil, a Lei Federal nº 6.385/76 estrutura o mercado de valores

mobiliários, sendo, inclusive, o instrumento legal que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Já a Lei de Sociedade por Ações (Lei nº 6.404/76) estabelece em seu art. 4º a obrigatoriedade de registro prévio na CVM para a abertura de capital. Por sua vez, a Instrução CVM 400 regulamenta de forma mais detalhada todo o procedimento de oferta pública de valores mobiliários, estabelecendo uma série de pré-requisitos para que o trâmite ocorra de forma a proteger os interesses dos investidores.

Os fatores relativos à governança corporativa são estudados por pesquisas internacionais (BAKER; GOMPERS, 2003; HOWTON, 2006; SUCHARD, 2009) e nacionais (HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011; RODARTE; CAMARGOS, 2013; MARUFUJI, 2013; BASTOS; PINTO; KLOTZLE, 2014), associados ao desempenho das empresas após IPO ou ao retorno das ações. Neste contexto, destacam-se entre as variáveis representativas da governança corporativa, a reputação do agente de subscrição, características dos conselhos de administração tais como o tamanho e a participação de conselheiros independentes, remuneração e incentivos aos gestores, proteção aos acionistas minoritários e a continuidade da participação do fundador na gestão da empresa.

A reputação do coordenador da emissão aparece em alguns estudos tais como, em âmbito internacional, o de Howton (2006) e, no Brasil, os de Ribeiro (2007) e Hoffman, Bortoluzzo e Machado (2011), sendo constatada relação com melhores desempenhos pós-IPO e no momento de ajuste de preços. A escolha de instituições financeiras com elevada reputação para a realização do IPO é um indício de maior compromisso dos administradores da empresa emissora com a continuidade da mesma a longo prazo, ainda que esta situação implique em um custo imediato maior. Sendo assim, espera-se que a seleção de um agente coordenador com elevado reconhecimento de mercado possa estar relacionada a melhores desempenhos de mercado das ações das empresas em médio prazo.

O número total de conselheiros é um elemento de governança corporativa também bastante analisado na literatura. No estudo de Andrade et al. (2009), verificou-se que o tamanho do conselho de administração tem relação positiva e significativa com o valor de mercado. Entretanto, na pesquisa de Sonza e Kloeckner (2014) foram encontrados resultados negativos, quando associados à eficiência relativa empresarial mensurada por meio de Análise Envoltória de Dados (DEA), abrangendo dimensões operacionais e do valor de mercado da companhia. De forma geral, espera-se que um número maior de conselheiros esteja associado a melhores desempenhos, pois implica

em maior estrutura para a prevenção dos conflitos de agência. Entretanto, se muito grande, cogita-se que possa prejudicar o funcionamento da empresa.

Maior número de conselheiros externos ou independentes em relação ao número total do conselho de administração não somente é recomendado pelos manuais de governança (OECD, 2015; IBGC, 2015), como também já foi percebido como associado a maior eficiência relativa das empresas (SONZA; KLOECKNER, 2014) ou a melhores condições nos ajustes de preços (HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011). Maior independência dos conselheiros permite que as decisões sejam mais adequadas às necessidades da organização, já que tendem a ser mais imparciais e podem prevenir conflitos de agência.

Outra questão bastante discutida nos estudos sobre governança corporativa é presença do fundador como Diretor-Presidente da firma no momento do IPO. Em diversas situações, o fundador exerce um papel relevante na gestão da empresa, ao utilizar sua experiência empreendedora desde a fundação da mesma. Howton (2006) verificou que empresas que contavam com a presença do fundador, especificamente após o IPO, tinham mais chance de sobrevivência e menos chances de serem adquiridas em relação às outras que não contavam com sua presença nos cinco anos seguintes à emissão primária. Considerando dados de 150 empresas norte-americanas referentes ao ano de 1991, Nelson (2003) encontrou maiores valores de ações no momento do IPO, bem como maiores estimativas de mercado em relação ao valor contábil da empresa naquelas em que o fundador continuava como CEO, evidenciando que os investidores consideram relevante a presença do mesmo na empresa que emite capital primariamente.

Entre os propósitos da governança corporativa está a redução dos conflitos entre acionistas majoritários e minoritários. Um dos principais mecanismos é a dispersão das ações, que no Brasil predomina estrutura de propriedade com características concentradas (SAITO; SILVEIRA, 2008). A concentração de propriedade pode ser mensurada pela porcentagem de ações em circulação (*free float*), sendo um dos critérios para a inserção de empresas de capital aberto em segmentos diferenciados de governança corporativa na bolsa de valores a presença mínima de 25% das ações (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Em estudo com o objetivo de analisar a relação entre o *free float* e o valor de mercado de companhias brasileiras, Caixe, Matias e Oliveira (2013) observaram que o percentual de ações com direito a voto em circulação apresentava associação positiva e significativa, não sendo verificada, entretanto, quando a variável considerada foi *free float* total.

As variáveis descritas nos estudos anteriormente citados foram consideradas como referentes às dimensões de governança corporativa no modelo a ser analisado com a amostra da pesquisa.

2.3. OUTROS FATORES DETERMINANTES DO DESEMPENHO DAS AÇÕES DAS EMPRESAS APÓS IPOS

Para a realização do presente estudo, é necessário verificar fatores que possam ter relação com o desempenho das ações das empresas após IPOs, mas que não necessariamente refletem as condições de governança corporativa. Nos trabalhos citados a seguir, aparecem as variáveis de controle consideradas para a formulação do modelo estatístico, sendo elas a idade da empresa, a valorização da empresa no primeiro dia (*underpricing*), a participação de investidores estrangeiros e o ativo total.

Em pesquisa realizada por Ribeiro (2007), buscando verificar quais os principais fatores que explicam o desempenho das ações nos primeiros anos consequentes ao IPO, ao analisar 30 empresas que realizaram abertura de capital entre 2004 e 2006 no Brasil, entre outras variáveis a idade da empresa foi constatada como associada positivamente ao desempenho das ações. Se uma companhia consegue se manter operando por vários anos, é de se esperar que o investidor tenha mais segurança em ingressar no IPO, sendo um provável motivo para melhores desempenhos empresariais.

No processo de abertura de capital, existe tendência de empresas ingressantes no mercado aberto apresentarem *underpricing*, tratando-se de um incentivo existente para o investidor ingressar nos IPOs com perspectiva de algum retorno acima do que teria caso adquirisse ações das empresas já listadas. Muito embora seja uma forma de compensação do risco ao investidor que decide participar da abertura de capital, a precificação a menor (*underpricing*) pode ter impacto na redução do desempenho das ações a longo prazo, conforme detectado em alguns estudos (RIBEIRO, 2007; HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011; RODARTE; CAMARGOS, 2013).

Contribuindo com maior liquidez nos IPOs, a participação de investidores estrangeiros pode impactar significativamente no desempenho das ações. No estudo de Marufuji (2013), verificou-se que este fator estava associado positivamente à valorização de ações das empresas que abriram

capital. Trata-se de uma lógica de mercado que, havendo maior disponibilidade de investidores, maior pode ser o preço do ativo a ser negociado. No entanto, a maior função da presença de investidores estrangeiros seja o aspecto da experiência proveniente da atuação dos mesmos em outros mercados, sinalizando para o mercado que as empresas nas quais ingressam em IPO têm características que atendem exigências internacionais.

Por fim, deve ser destacada a variável ativo total, que também tem evidência de relação com o desempenho empresarial. Em pesquisa elaborada por Sonza e Kloeckner (2014) com dados de empresas brasileiras entre os anos 1999 e 2009, observou-se relação significativa daquela variável com a eficiência empresarial (que abrange indicadores de desempenho operacional e de mercado), sendo constatada a associação predominantemente positiva.

Como forma de aperfeiçoar a aferição dos efeitos das variáveis de governança corporativa no desempenho acionário, as variáveis citadas neste tópico foram relevantes para fins de controle, como pode ser constatado na metodologia apresentada no capítulo seguinte.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo foram apresentados os aspectos da metodológicos da pesquisa, isto é, como foi feita, especificamente, a definição das variáveis, a coleta e a análise de dados. Enfim, estão descritos os passos que foram seguidos concretização dos objetivos definidos.

3.1. DELINEAMENTO DA PESQUISA

Trata-se de uma pesquisa quantitativa com caráter predominantemente exploratório-descritiva, buscando verificar como as variáveis da pesquisa se relacionam. Segundo Vergara (1998, p. 45), o estudo exploratório “não comporta hipóteses que, todavia, poderão surgir durante ou ao final da pesquisa” e a pesquisa descritiva “expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno”.

O presente estudo é também do tipo *ex post facto*, isto é, foram analisados dados secundários referentes a fatos já ocorridos, específicos a eventos do mercado de capitais (emissão primária de ações), buscando gerar conclusões a respeito das relações entre as variáveis. Foi ainda utilizada uma abordagem indutiva, isto é, a partir dos dados foram geradas premissas gerais, muito embora com limitações à amostra. Em relação a este ponto, pesquisas complementares podem verificar a aplicação das conclusões deste estudo a outras amostras.

3.2. ESTRATÉGIA DA PESQUISA

Para a pesquisa ser operacionalizada, foram primeiramente analisadas diversas pesquisas nacionais e algumas internacionais de destaque relacionadas ao tema. Vários são os estudos que orientaram a definição das variáveis da presente pesquisa, sendo os mesmos descritos no referencial teórico. Uma vez definidas as variáveis, aplicou-se instrumentos estatísticos com os dados referentes à governança corporativa coletados a partir de fontes secundárias, tais como bases de dados financeiros, prospectos, informações relevantes publicadas pelas empresas, todos disponíveis nos *websites* da Brasil, Bolsa, Balcão - B3, da CVM e nos *websites* oficiais das companhias.

Considerando a possibilidade de interferência de dimensões variadas nas decisões de emissão de ações (OLIVEIRA; FRASCAROLI, 2014), a análise estatística abrangeu um *benchmark* do desempenho entre as empresas ingressantes e o índice Ibovespa, com o intuito de evitar que oscilações externas ao mercado, tais como variáveis macroeconômicas, tenham interferência capaz de alterar fundamentalmente o resultado. A análise com um *benchmark* foi utilizada por Marufuji (2013)⁴ na aplicação da metodologia *Buy and Hold Abnormal Returns (BHAR)*, considerando como estimador do retorno esperado o Ibovespa.

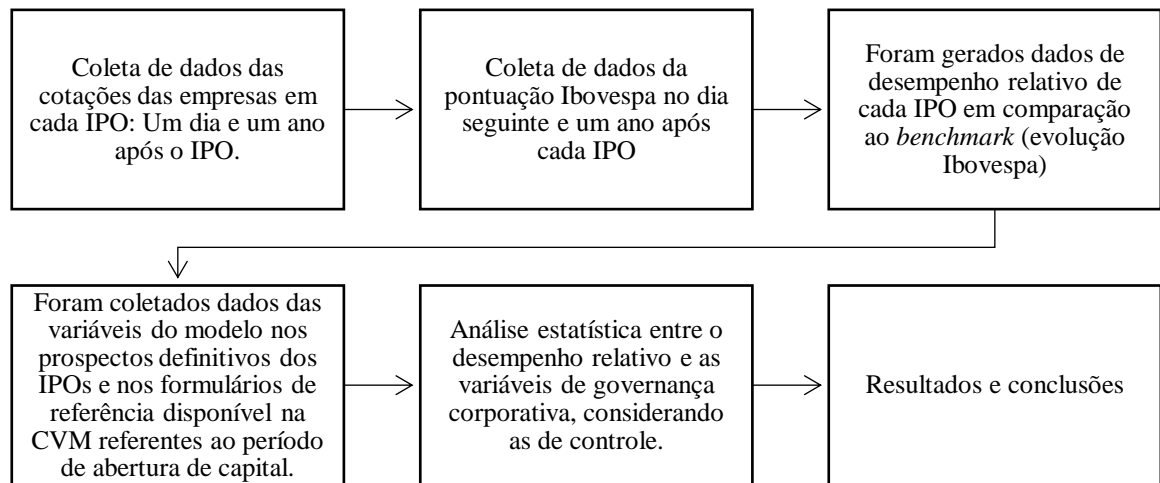
No que se refere ao aspecto temporal em que foram analisadas as relações entre fatores inerentes às dimensões da governança corporativa e o desempenho das companhias, no presente trabalho foi verificado o desempenho das ações das empresas ingressantes no mercado de capital brasileiro no período entre 2009 e 2015. Trata-se de uma fase de relativa estabilidade pós-crise financeira e econômica mundial (IPEA, 2016).

Ressalta-se que, para não haver interferência de possível estratégia corporativa de *underpricing*, o marco temporal inicial considerado foi de um dia após a emissão primária, e o marco final foi de um ano após o respectivo IPO, permitindo assim verificar se existe tendência a desempenho diferenciado (anormal) em razão das variáveis definidas no estudo, especialmente as de governança corporativa. A exclusão do primeiro dia foi uma medida adotada em pesquisas que analisaram IPOs no Brasil, podendo ser destacados no Brasil os estudos de Marufuji (2013) e de Rodarte e Camargos (2013).

A mensuração do desempenho restringiu-se a somente um ano após o IPO devido ao fato de as emissões primárias mais recentes ainda não contarem com dados suficientes para um estudo de série temporal prolongado. Sendo assim, foram sempre analisados os dados de desempenho das ações em um ano após o IPO, levando sempre em consideração o momento da abertura como referencial para as variáveis explanatórias (as de governança corporativa e as de controle), e como marco inicial da medida de desempenho o dia seguinte à abertura de capital.

A figura 2 apresenta uma síntese da estratégia da pesquisa, resumindo quais foram os passos para a coleta e análise dos dados da presente pesquisa.

⁴ É relevante destacar que na pesquisa efetuada por Marufuji (2013), dentre as variáveis analisadas, somente a participação de investidores estrangeiros foi observada como significativa em relação ao retorno anormal numa janela de 60 meses após a abertura de capital.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Figura 2: Síntese da estratégia de pesquisa

3.3. VARIÁVEIS DA PESQUISA

As variáveis da presente pesquisa foram selecionadas conforme os principais manuais que instituem *frameworks* com recomendações de governança, bem como de acordo com os referenciais teóricos e empíricos considerados neste estudo. Destaca-se como fonte de definição das variáveis principais os trabalhos acadêmicos delineados no capítulo 2, no qual foram expostos os principais estudos sobre fatores de governança associados ao desempenho de ações, bem como os manuais de boas práticas em governança corporativa estruturados em âmbito internacional pela OECD (2015), e em nível brasileiro pelo IBGC (2015). Também se delineou no mesmo capítulo os principais referenciais para a definição das variáveis de controle.

A variável dependente nesta pesquisa foi o retorno anormal, sendo este um indicador da valorização da empresa em relação ao Ibovespa no período de um ano. Esta variável é similar à utilizada em Marufuji (2013), sendo simplificada para o estudo devido ao caráter predominantemente transversal (neste estudo não foram considerados vários anos como nas pesquisas de séries temporais, mas sim somente a diferença do retorno em um ano). Esta versão simplificada segue como referência o modelo de retorno anormal ajustado a portfólio descrito em Soares, Rostagno e Soares (2002). Aqui, a fórmula do retorno anormal abrangeu a diferença entre

o retorno do ativo no período de um ano (R_{it}), em relação à média do retorno do Ibovespa (R_{si}) no mesmo tempo.

$$\text{Retorno anormal} = R_{it} - R_{si}$$

Sendo:

$R_{it} = (\text{Valor das ações da empresa em } t+1 - \text{Valor inicial das ações da empresa em } t) /$
 $\text{Valor inicial das ações da empresa em } t);$

$R_{si} = (\text{Índice Ibovespa em } t+1 - \text{Índice Ibovespa em } t) / \text{Índice Ibovespa em } t).$

As variáveis independentes que foram o principal objeto de análise no presente estudo abarcam as dimensões de governança corporativa (principais fatores analisados), estando descritas no quadro 1.

Abreviatura	Variável	Forma de cálculo	Sinal esperado	Autores	Fonte de dados
RA	Retorno anormal	<i>Rit - R_{si}</i> (conforme descrito anteriormente)	Sem sinal (variável dependente)	Adaptado de Soares, Rostagno e Soares (2002); Marufuji (2013)	B3
PMCL	Participação de mercado do Coordenador Líder do IPO	Participação de mercado relativa (%) ao total de IPOs no período	Positivo	Howton (2006); Hoffman, Bortoluzzo e Machado (2011)	<i>Websites</i> das empresas (prospecto definitivo)
NC	Tamanho do conselho de administração	Total de conselheiros de administração	Positivo ou Negativo	Relação positiva: Andrade et al. (2009); Relação negativa: Sonza e Kloeckner (2014)	CVM
PCEI	Participação de conselheiros independentes no conselho de administração	Total de conselheiros independentes no conselho	Positivo	Sonza e Kloeckner (2014); Hoffman, Bortoluzzo e Machado (2011)	CVM
FG	Participação do fundador da empresa na gestão da mesma	<i>Dummy</i> , que assumirá valor 1 se presente, e 0 se ausente.	Positivo	Howton (2006); Nelson (2003)	CVM
FF	Ações em circulação (<i>free float</i>)	Porcentagem de ações em circulação em relação ao capital total.	Positivo	Caixe, Matias e Oliveira (2013)	CVM

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos estudos referenciados.

Quadro 1: Principais variáveis de estudo (representativas de governança)

É importante destacar que, em relação ao sinal esperado descrito no quadro 1, o sentido esboçado (positivo ou negativo) é proveniente das recomendações de governança corporativa, bem como de acordo com os resultados já observados em outras pesquisas.

Para evitar que outras variáveis não incluídas no modelo interferissem no resultado, revisou-se a literatura em busca de fatores não diretamente relacionados à governança (variáveis controle) que foram detectados como significantes na explicação do desempenho (conforme exposto no referencial teórico). Por meio deste procedimento, torna-se possível que, em caso de constatação de alguma associação entre alguma variável com fins de controle e a variável dependente (retorno anormal), seja a mesma isolada das relações entre variáveis principais e a referida variável dependente.

Compatível com o descrito no referencial teórico, e considerando a disponibilidade de acesso aos dados, foram definidas como variáveis de controle as que estão descritas no quadro 2.

Abreviatura	Variável	Forma de cálculo	Sinal esperado	Autores	Fonte de dados
ID	Idade da empresa	Anos de idade	Positivo	Ribeiro (2007)	CVM
UP	<i>Underpricing</i>	Valor ao final do primeiro dia dividido pelo valor da oferta definitiva (IPO)	Negativo	Ribeiro (2007); Rodarte e Camargos (2013); Hoffman, Bortoluzzo e Machado (2011)	B3
PEI	Participação de estrangeiros como investidores	Porcentagem de investidores estrangeiros na oferta	Positivo	Marufuji (2013)	B3
AT	Ativo total	Logaritmo neperiano do ativo total	Positivo	Sonza e Kloeckner (2014)	CVM

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos estudos referenciados.

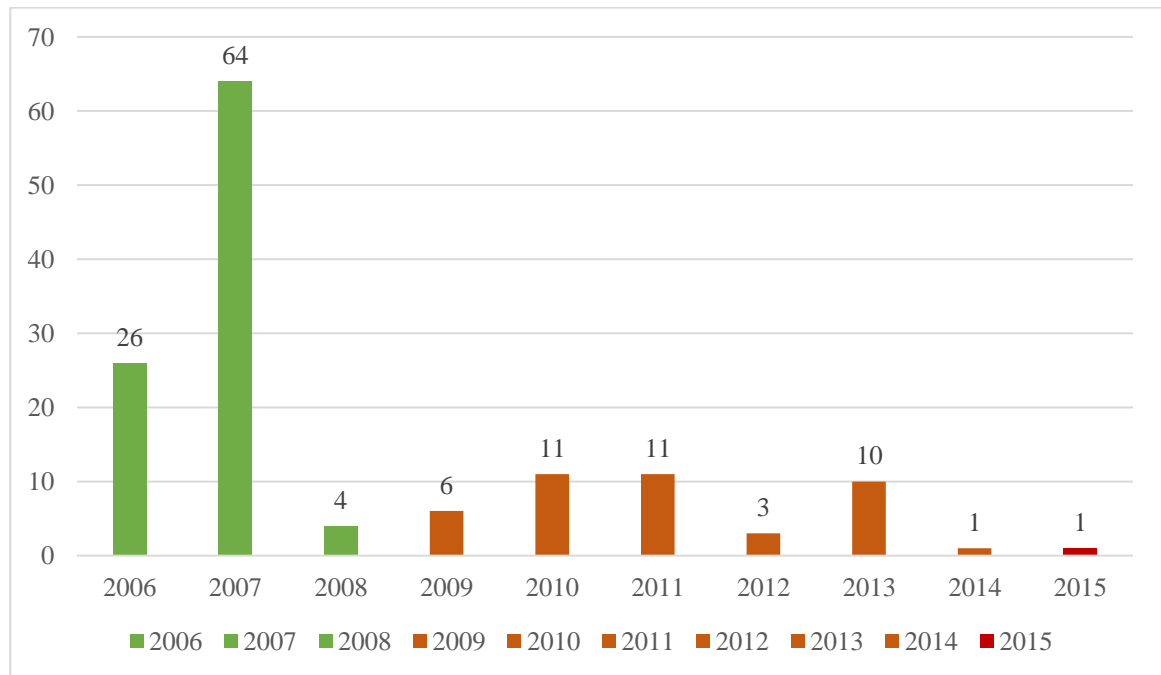
Quadro 2: Variáveis de controle

O sinal esperado indica a expectativa quanto à relação ser positiva ou negativa entre as variáveis independentes e o retorno anormal. Ressalta-se que os dados referentes a tais variáveis são correspondentes ao período mais próximo à abertura de capital das empresas estudadas, e foram coletados nos formulários de referência e nas demonstrações financeiras padronizadas disponíveis na CVM e no portal da bolsa de valores Brasil, Bolsa, Balcão - B3.

3.4. AMOSTRA

A amostra correspondeu às empresas que abriram capital na Brasil, Bolsa, Balcão - B3 durante o período 2009-2015. Importa destacar que trata-se de uma fase econômica pós-crise 2008 com relativa estabilidade, especialmente a partir do segundo semestre de 2009 no período (IPEA, 2016). Para ter ciência de quantas empresas e quais foram as que abriram capital primariamente na Brasil, Bolsa, Balcão - B3 no período supracitado, foi consultada a base de dados disponível no

website da referida Bolsa de Valores. Dentro do período definido (2009-2015), a amostra inicialmente totalizou 43 companhias, distribuídas conforme figura 3:



Fonte: Adaptado de BM&FBOVESPA (2016).

Figura 3: Número de IPOs por ano entre 2009 e 2015

Da referida amostra, algumas empresas não foram consideradas devido a características atípicas. Primeiramente, instituições financeiras apresentaram demonstrações financeiras em padrões diferentes do resto do mercado, sendo retiradas da amostra (BBTG11, SANB11). Também não foi incluída a empresa BBSE3, devido à apresentação de dados referentes a ativo total como ponto discrepante acima da média. Outras duas empresas não foram abrangidas na amostra, sendo elas ABRE3 e VNET3, por não terem sido encontrados dados completos o suficiente para a realização da análise quantitativa. Sendo assim, a amostra final totalizou 38 companhias.

3.5. COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

Os dados foram coletados no segundo semestre de 2016⁵ por meio de consultas nas bases disponíveis no *website* da Brasil, Bolsa, Balcão - B3, por meio do qual foram listados os IPOs do período. Em seguida, foram verificados dados na CVM (formulários de referência e demonstrações financeiras padronizadas) e nos *websites* das respectivas empresas, buscando informações daquelas que abriram capital, tornando possível a formação da estrutura de dados referentes às variáveis dependente e independentes (principal e de controle).

Para a estruturação dos dados referentes à variável dependente (retorno anormal) foi realizada consulta das informações de valorização das ações de cada uma das empresas que realizaram IPO no período de estudo no *website* da Brasil, Bolsa, Balcão - B3.

Com as informações estruturadas, verificou-se como as empresas pós-IPO estão se comportando quando comparadas à evolução Ibovespa (podendo ser gerado um valor positivo ou negativo em relação à média) conforme a fórmula do retorno anormal descrita no item 3.3. Em relação às variáveis independentes, ressalta-se que os dados são provenientes da Brasil, Bolsa, Balcão - B3, da CVM e dos *websites* das companhias.

Após tais dados terem sido coletados, a próxima etapa constituiu de análises estatísticas por meio do *software* Small Stata 14, no qual foram aplicadas, especificamente, as técnicas de correlação de Pearson e regressão linear múltipla (mínimos quadrados ordinários). É relevante detalhar que na regressão foi utilizado o algoritmo *stepwise* com seleção *backward* (ALBRIGHT; WINSTON, 2016), abrangendo as variáveis de estudo, permitindo assim que aquelas que não tenham relevante contribuição para a explicação do fenômeno sejam excluídas do modelo automaticamente de acordo com parâmetro de significância pré-definido. O modelo inicial de regressão é o seguinte:

$$RA = \beta_0 + \beta_1.PMCL + \beta_2.NC + \beta_3.PCEI + \beta_4.FG + \beta_5.FF + \beta_6.ID + \beta_7.UP + \beta_8.PEI + \beta_9.AT + \varepsilon$$

⁵ Em 2017 revisou-se a nomenclatura da BM&FBOVESPA para Brasil, Bolsa, Balcão – B3.

Com base nos resultados da análise quantitativa, foram descritas as relações entre as variáveis independentes correspondentes às diversas características da governança corporativa e ao retorno anormal, considerando o período entre um dia após o IPO e um ano depois. Sendo assim, foi possível ser analisado se, ao menos na amostra da presente pesquisa, tais variáveis apresentaram associação significativa com maiores desempenhos acionários.

Finalizando a pesquisa, foi realizada uma breve análise com gráficos abrangendo os principais achados, permitindo assim observar de forma sintética os resultados.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Após terem sido feitos os procedimentos delineados na seção metodológica, selecionou-se os principais aspectos encontrados durante realização do estudo. Neste quarto tópico, descreveu-se os principais resultados das análises dos dados da pesquisa e suas implicações do ponto de vista teórico.

4.1. CARACTERIZAÇÃO DAS EMPRESAS

Primeiramente, na figura 4 efetuou-se uma classificação das empresas por setor econômico.

Setor Econômico	Número de empresas
Energia Elétrica	3
Exploração de Imóveis	3
Medicamentos	3
Programas e Serviços	3
Corretoras de Seguros	2
Exploração e/ou Refino	2
Programas de Fidelização	2
Serv. Méd. Hospit., Análises e Diagnósticos	2
Serviços Educacionais	2
Acessórios	1
Açúcar e Alcool	1
Aluguel de carros	1
Construção Civil	1
Eletrodomésticos	1
Exploração de Rodovias	1
Máquinas e Equipamentos	1
Material Rodoviário	1
Móveis	1
Produção de Eventos e Shows	1
Restaurante e Similares	1
Serviços Diversos	1
Serviços Financeiros Diversos	1
Tecidos, Vestuário e Calçados	1
Transporte Rodoviário	1
Viagens e Turismo	1
Total	38

Fonte: Dados da pesquisa

Figura 4: Classificação das empresas da amostra por setor econômico

Nota-se que os setores de medicamentos, energia elétrica, e programas de software e serviços relacionados (TI) e a área imobiliária foram os principais a apresentar IPOs no período de estudo.

4.2. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS, CORRELAÇÃO E REGRESSÃO

A primeira etapa de análise da amostra com dados estruturados é a exposição das estatísticas descritivas básicas, permitindo que sejam sintetizados aspectos gerais do conjunto objeto de estudo. Na tabela 1 são encontradas as informações tanto das variáveis principais, quanto as de controle, incluindo o tamanho da amostra (total), média, valores mínimos e máximos observados correspondentes a cada variável. É relevante destacar que, após a remoção das empresas (conforme mencionado anteriormente) a amostra totalizou 38 observações.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis

Variáveis: Retorno anormal (RA), participação de mercado do coordenador líder do IPO (PMCL), tamanho do conselho de administração (NC), participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI), participação do fundador na gestão (FG), ações em circulação (FF), idade da empresa (ID), *underpricing* (UP), participação de estrangeiros como investidores (PEI), ativo total (AT).

Variável	Total	Média	Mínimo	Máximo
RA	38	0,1962	-0,6686	1,3273
PMCL	38	0,2022	0,02632	0,3421
NC	38	6,7105	3	12
PCEI	38	1,5789	0	4
FG	38	0,2632	0	1
FF	38	50,8842	19,6200	100
ID	38	17,8684	0	76
UP	38	0,9955	0,6853	1,1695
PEI	38	0,5856	0,01635	0,9084
AT	38	14,9x10 ⁹	4,642x10 ⁶	9,74x10 ⁹

Fonte: Dados da pesquisa

Primeiramente, as informações da tabela 1 permitem inferir que, no referente à amostra da presente pesquisa, o retorno anormal médio das ações das companhias que realizaram IPO foi de 19,62% acima do Ibovespa para o mesmo período.

Em relação ao tamanho do conselho de administração das empresas, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa recomenda um número ímpar, variando entre cinco e onze conselheiros (IBGC, 2015). Na amostra atual, a média observada foi próxima a 7, havendo um mínimo de 3 e um máximo de 12 conselheiros. Quanto à composição do conselho de administração, a média foi de cerca de 1,58 conselheiros independentes por empresa, havendo uma variação entre 0 e 4. Este aspecto é relevante, por exemplo, para a estruturação de um comitê de auditoria, que segundo o referido Código, deve ser formado e coordenado por conselheiro independente (IBGC, 2015).

Quanto à participação do fundador na gestão, observou-se uma média de cerca de 0,26, e, sendo uma variável *dummy*, conclui-se que a maior parte não participa.

Por último, no que se refere às ações em circulação (*free float*), foi verificada uma média de quase 51% do total acionário, variando entre 19,62% e 100%.

A tabela 1 ainda indica aspectos correspondentes às variáveis controle, e evidencia alguns achados relevantes. Primeiramente, a idade média das empresas que realizaram IPO foi de pouco menos de 18 anos, variando de 0 a 76 anos.

A presença de *underpricing* foi levemente detectada, havendo a abertura de capital com um preço médio de 99,55% do valor de fechamento do primeiro dia de negociação.

A participação de investidores estrangeiros foi observada com um valor médio de 58,56% do que foi negociado no IPO, sendo relevante destacar uma variação elevada, de pouco mais de 1,6% no mínimo, e de 90,84% no máximo. Por fim, a variável ativo total, que nas análises posteriores estará transformado em escala logarítmica, variou nominalmente entre cerca de R\$ 4,6 milhões a R\$ 9,74 bilhões.

Do ponto de vista teórico, é relevante observar que o *underpricing* verificado nesta pesquisa (0,45%) é bastante reduzido quando comparado ao encontrado em outros estudos, nos quais variou entre valores próximos de 5% a pouco mais de 6% (HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011; RODARTE; CAMARGOS, 2013). Uma implicação prática é que, para o investidor que buscava retorno logo após o IPO, o ingresso antes da abertura de capital não ocasionaria retornos expressivos.

Como forma de verificar inicialmente a associação entre as variáveis independentes e a variável retorno anormal (RA) utilizou-se a técnica de correlação de Pearson, em relação a qual os resultados encontram-se exibidos na tabela 2.

Tabela 2: Correlação de Pearson entre retorno anormal (RA) e variáveis da pesquisa

Variáveis: Retorno anormal (RA), participação de mercado do coordenador líder do IPO (PMCL), tamanho do conselho de administração (NC), participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI), participação do fundador na gestão (FG), ações em circulação (FF), idade da empresa (ID), *underpricing* (UP), participação de estrangeiros como investidores (PEI), ativo total (AT).

	PMCL	NC	PCEI	FG	FF	ID	UP	PEI	AT
RA	-0,0260	-0,3790*	-0,3415*	0,2682	0,1362	-0,2480	-0,0521	-0,1366	-0,3420*

Fonte: Dados da pesquisa

Como se observa na tabela 2, dentre as variáveis principais testadas, somente a NC e PCEI apresentaram relações significantes com retorno anormal (RA), sendo negativamente correlacionadas. Quanto à variável tamanho do conselho de administração (NC), o observado está de acordo com o encontrado por Sonza e Kloeckner (2014), mas divergente do encontrado por Andrade et al. (2009). Sendo assim, maior número de conselheiros está associado a menores desempenhos acionários em relação à amostra da presente pesquisa. Trata-se de um aspecto que não apresenta consenso acadêmico, podendo outros estudos buscar maiores esclarecimentos sobre esta relação.

A variável relativa ao número de conselheiros independentes (PCEI) mostrou-se díspar do que vinha sendo constatado nos estudos anteriormente mencionados (HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011; SONZA; KLOECKNER, 2014). Trata-se de um achado que se sobressai, pois, além de ter sido observado em sentido contrário aos referenciais mencionados, manuais de governança recomendam a presença de conselheiros independentes (IBGC, 2015; OECD, 2015).

Já no que se refere à correlação entre as variáveis controle e o retorno anormal (RA), somente a variável ativo total (AT) apresentou-se como significativa (tendo sinal negativo, ou seja,

a relação é inversa). Importa destacar que, devido à característica do ativo total das companhias que realizaram IPO ter uma variação muito grande, decidiu-se transformá-la em escala logarítmica para simplificação da análise dos dados. A relação entre retorno anormal (RA) e ativo total (AT) foi constatada com sinal oposto ao do encontrado no trabalho de Sonza e Kloeckner (2014), sugerindo que, ao menos com a amostra deste estudo, esta temática ainda apresenta resultados inconclusivos.

Para aprofundar a análise da relação entre as variáveis independentes e o retorno anormal (RA), aplicou-se a regressão linear múltipla do tipo mínimos quadrados ordinários (regressão OLS) por meio do *software* estatístico *Small Stata 14*. É relevante destacar que, por meio desta técnica, tornou-se possível observar como um conjunto de variáveis estão relacionadas ao evento que se busca explicar (retorno anormal). A análise iniciou-se por meio da inclusão de todas as variáveis no modelo conforme tabela 3.

Tabela 3: Regressão linear múltipla com modelo inicial

Variáveis: Retorno anormal (RA), participação de mercado do coordenador líder do IPO (PMCL), tamanho do conselho de administração (NC), participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI), participação do fundador na gestão (FG), ações em circulação (FF), idade da empresa (ID), *underpricing* (UP), participação de estrangeiros como investidores (PEI), ativo total (AT).

RA	Coefficiente	Erro padrão	t	p > t
PMCL	0,0152256	0,6002243	0,03	0,980
NC	-0,0248427	0,0421293	-0,59	0,560
PCEI	-0,1193468	0,0925604	-1,29	0,208
FG	0,0710793	0,1555455	0,46	0,651
FF	-0,0014884	0,0028344	-0,53	0,604
ID	-0,0039377	0,0028344	-1,09	0,285
UP	0,1740383	0,7616655	0,23	0,821
PEI	-0,1220939	0,3046360	-0,40	0,692
AT	-0,0798953	0,0500961	-1,59	0,122
_cons	2,1885530	1,0837140	2,02	0,053

Observações: R² ajustado = 0,0743. Estatística F = 1,33. Prob > F = 0,2663. Tamanho da amostra = 38 empresas.

Fonte: Dados da pesquisa.

Como se observa na tabela 3, não foi constatada relação significativa quando o conjunto completo de variáveis sugeridas na metodologia foi considerado. Sendo assim, o resultado inicial mostrou que há espaço de exploração das associações entre os diversos fatores, havendo a possibilidade de serem incluídas somente aquelas variáveis que auxiliam um satisfatório grau de explicação considerando múltiplos aspectos, tais como valores adequados da estatística F e do *p*-valor.

Para a remoção das variáveis que não contribuem para a previsão do modelo, o que é evidenciado pelo elevado *p*-valor (JACOBS; RUDIS, 2014), utilizou-se o algoritmo *stepwise* com seleção *backward* (ALBRIGHT; WINSTON, 2016). Ou seja, partiu-se do modelo completo (com todas as variáveis) e foram excluídas automaticamente aquelas variáveis que apresentassem um *p*-valor acima do limite de significância, definido em 0,10. Os resultados deste procedimento encontram-se na tabela 4 (incluindo somente as variáveis permanentes).

Tabela 4: Regressão linear múltipla com algoritmo *stepwise backward selection*

Variáveis: Retorno anormal (RA), participação de estrangeiros como investidores (PEI), ativo total (AT).

RA	Coefficiente	Erro Padrão	t	p > t
PCEI	-0,1551824	0,0686482	-2,26	0,030
AT	-0,0895344	0,0395462	-2,26	0,030
Constante	2,2506780	0,8066861	2,79	0,008

Observação: R^2 ajustado = 0,1854. Estatística F = 5,21. Prob > F = 0,0104. Tamanho da amostra = 38 empresas.

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme se verifica na tabela 4, a regressão linear múltipla utilizando o algoritmo *stepwise* demonstrou um grau de explicação mensurado pelo coeficiente de determinação (R^2) ajustado de 18,54% (valor superior ao R^2 ajustado de 7,43% no modelo com todas as variáveis, de acordo com o evidenciado anteriormente na tabela 3) sendo mantidas no modelo somente as variáveis participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI) e ativo total

(AT). Ao aplicar o algoritmo, foi excluída, até mesmo, a variável referente ao número de conselheiros de administração (NC), que foi constatada como significativa anteriormente na análise de correlação, mas não justificou um aumento no coeficiente de determinação.

Em linhas mais claras, o coeficiente de determinação constatado indica que o conjunto de variáveis incluídas no modelo (AT e PCEI) são suficientes para explicar 18,54% da variação do retorno anormal (RA) no âmbito da amostra da presente pesquisa.

O resultado da regressão com a técnica *stepwise* evidencia um achado relevante, que é o maior número de conselheiros independentes (variável representativa de governança corporativa) nas empresas que realizaram IPO, obtendo relação negativa com a valorização das ações, quando a análise é efetuada considerando no mesmo modelo a variável ativo total (controle) das companhias ingressantes. Esse resultado é distinto do encontrado em Sonza e Kloeckner (2014) que, diante do mesmo, havia a expectativa de maiores retornos das companhias que apresentassem maior independência do conselho de administração e maior ativo total. No entanto é importante destacar que a mensuração utilizada para o desempenho no estudo citado foi a eficiência relativa das empresas, técnica que tem uma estrutura parcialmente diferente do indicador de retorno utilizado na presente pesquisa.

Ainda no contexto observado, é relevante ressaltar que, em relação ao resultado exposto na tabela 4, o reduzido número de variáveis restantes no modelo deve-se ao fato de, como delineado anteriormente, uma vez inseridas as variáveis dependentes e configurado o nível de significância com utilização do algoritmo *stepwise*, foram automaticamente excluídas aquelas que não apresentaram relação significativa com a variável independente, restando somente as que exibiram um *p*-valor dentro do parâmetro definido (0,10). Isso colabora na geração de um modelo por meio do qual um número suficientemente pequeno de variáveis é apto a explicar o fenômeno com um coeficiente de determinação (R^2) adequado, que no caso da presente pesquisa, foi de 18,54% com apenas duas variáveis (independência do conselho de administração e ativo total).

O quadro 3, a seguir, sintetiza a comparação entre o encontrado na literatura e na presente pesquisa.

Relação entre as variáveis	Resultado anteriores	Resultado desta pesquisa
Retorno anormal (RA) e número de conselheiros (NC)	Andrade et al. (2009): Relação positiva. Sonza e Kloeckner (2014): Relação negativa.	Relação negativa
Retorno anormal (RA) e participação de conselheiros independentes (PCEI)	Sonza e Kloeckner (2014): Relação positiva. Hoffman; Bortoluzzo; Machado (2011): Relação positiva.	Relação negativa
Retorno anormal (RA) e ativo total (AT)	Sonza e Kloeckner (2014): Relação positiva.	Relação negativa

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos estudos referenciados e nos dados da pesquisa.

Quadro 3: Comparação entre os achados na literatura e na presente pesquisa

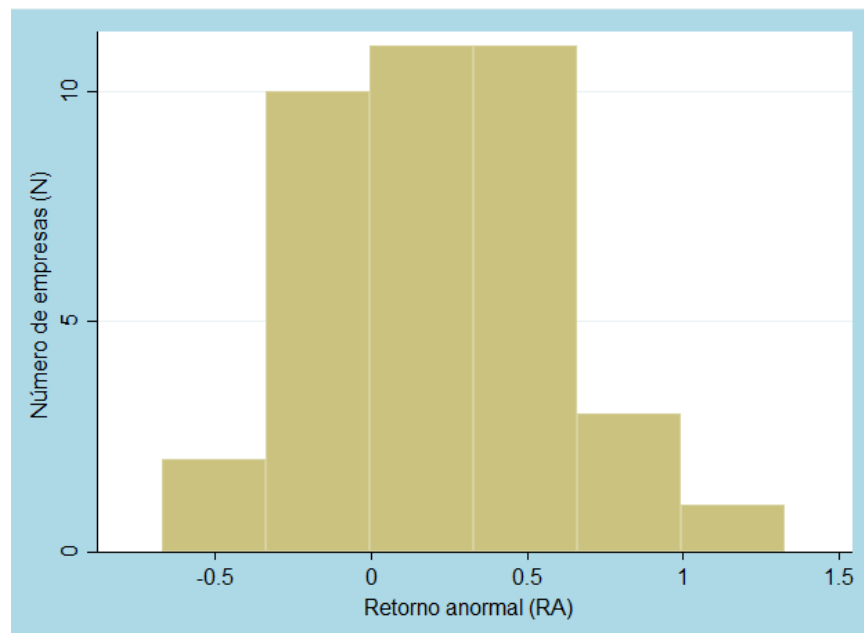
É importante destacar que os estudos mencionados possuem diferenças metodológicas quanto ao desempenho ou ao horizonte do retorno anormal, podendo ser uma explicação para as divergências entre os resultados encontrados quando comparados aos do presente estudo.

4.3. ANÁLISE DESCRITIVA

Após terem sido constatadas as principais variáveis relacionadas ao retorno anormal (RA) com base na técnica de regressão anteriormente delineada, selecionou-se aquelas que permaneceram no modelo após a aplicação do algoritmo *stepwise*, sendo elas a participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI) e ativo total (AT), e foram gerados gráficos de histograma e dispersão com linha de regressão por meio do *software Small Stata 14*. Por meio da análise com gráficos, torna-se possível de forma sintética observar aspectos mais detalhados das variáveis individualmente (por meio do histograma), e o comportamento das

relações entre as variáveis independentes e a de retorno anormal (RA) por meio dos gráficos de dispersão.

Iniciando a etapa da análise com gráficos, a figura 5 expõe o histograma da variável dependente retorno anormal (RA), sendo que o eixo “y” aponta a frequência (total de empresas) correspondente à faixa de retorno indicada no eixo “x”.

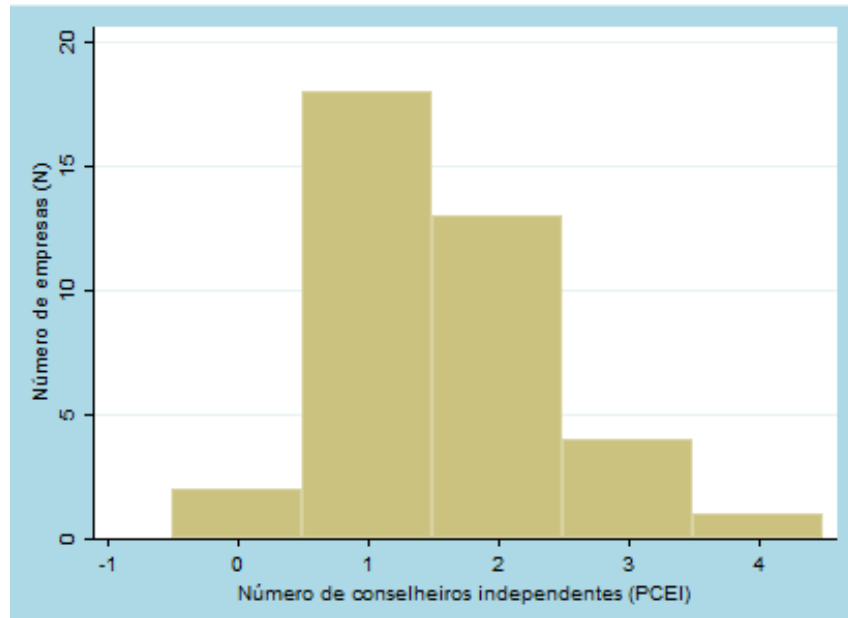


Fonte: Dados da pesquisa.

Figura 5: Histograma da variável retorno anormal (RA)

Como se pode observar na figura 5, o retorno anormal da amostra se situa majoritariamente positivo. A forma da distribuição evidencia poucos pontos situados nas extremidades e a maior concentração em torno do ponto central, que é acima de zero. Sendo assim, é possível observar que houve, em boa parte dos IPOs, um retorno acima da média do Ibovespa no respectivo período de 1 ano após a abertura de capital, o que indica uma situação favorável aos investidores que ingressaram nos IPOs na fase analisada. Por outro lado, um número significativo de empresas obteve valores negativos, sugerindo que uma estratégia de diversificação é relevante para redução de riscos.

A figura 6, a seguir, expõe informações sobre a distribuição da variável participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI).

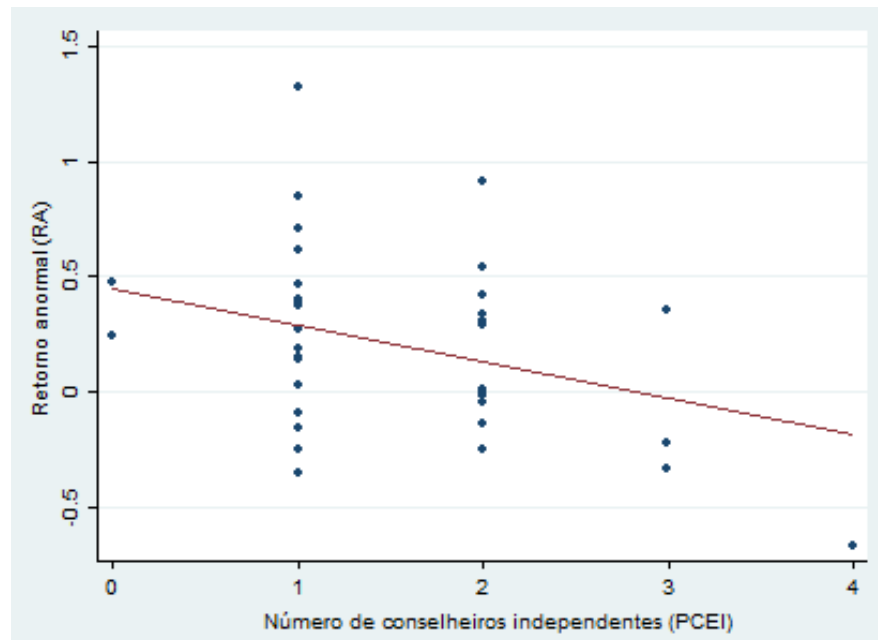


Fonte: Dados da pesquisa.

Figura 6: Histograma da variável participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI)

A presença de conselheiros independentes nos conselhos de administração das companhias é exigência para que as mesmas possam ser classificadas em níveis diferenciados de governança. Com base na figura 6, novamente verifica-se que boa parte da distribuição dos dados se situa próxima à média, no caso específico, de 1,5789 conselheiros independentes por empresa, com poucas empresas situadas nas extremidades (reduzido número de companhias com composições atípicas). Constatou-se observação com quatro (4) conselheiros independentes, sendo, no entanto, uma exceção, já que boa parte das empresas possuem entre 1 e 2 conselheiros que não apresentam vínculos parciais com a firma.

Continuando a etapa de análise, na figura 7, a seguir, é possível constatar a relação entre o retorno anormal (RA) e o número de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI) por meio de gráfico de dispersão com linha de regressão.

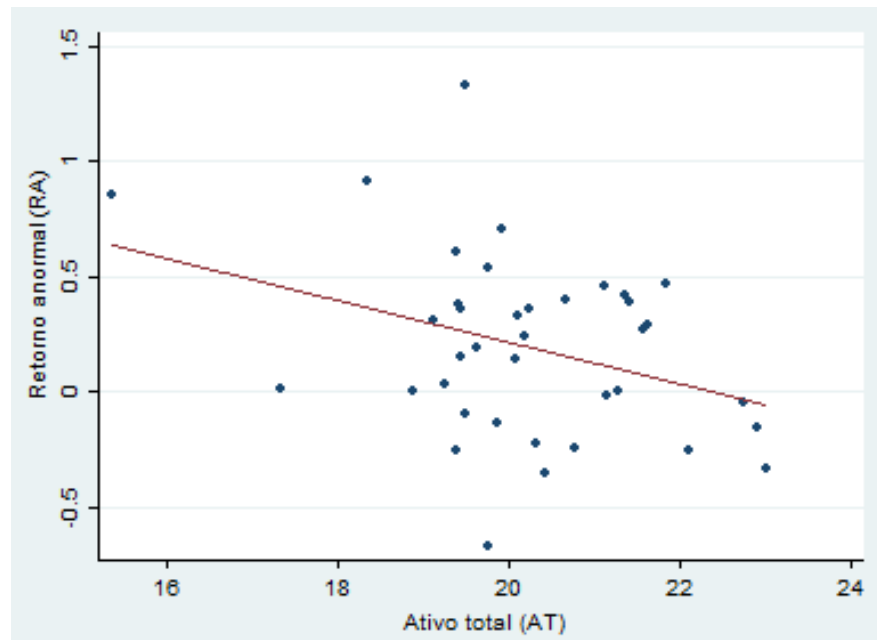


Fonte: Dados da pesquisa.

Figura 7: Relação entre retorno anormal (RA) e número de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI)

É possível observar por meio da figura 7 como existe a tendência de redução do valor correspondente ao retorno anormal quando é aumentado valor representativo do total de conselheiros independentes por conselho de administração (PCEI). Esta situação merece um estudo mais aprofundado com uma amostra contendo mais empresas ao longo de um período mais amplo. Pesquisas posteriores podem buscar esclarecer se este achado se restringe à fase analisada, ou se é um fenômeno presente continuamente no contexto do mercado de capitais brasileiro.

Por fim, na figura 8 observa-se a relação entre a variável retorno anormal (RA) e ativo total (AT). É importante ressaltar que se trata de variável controle, não representativa do universo correspondente à temática de governança corporativa, e que está transformada na escala logarítmica.



Fonte: Dados da pesquisa.

Figura 8: Relação entre retorno anormal (RA) e ativo total (AT)

Verifica-se que, na presente amostra, a relação entre o retorno anormal (RA) e o ativo total é negativa. Ou seja, os melhores retornos anormais tendem a ser verificados em empresas que realizam IPO com menores ativos totais (firmas de menor porte) em relação à média. Isto pode ter relação com o fato de, hipoteticamente, empresas com maiores ativos totais oferecerem maior segurança para os investidores, sendo um ponto que estudos futuros poderão buscar esclarecer.

O tópico seguinte sintetiza os achados esta pesquisa, e nesta oportunidade são discutidas as implicações teóricas deste estudo.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve o propósito de verificar como aspectos relativos à Governança Corporativa das empresas que realizaram IPO na Brasil, Bolsa, Balcão - B3 no período entre 2009 e 2015 apresentam relações com o desempenho acionário das mesmas, tendo como indicador de referência o Ibovespa. Considerou-se a fase referente a um ano após cada IPO e comparou-se a evolução do preço das ações das novas ingressantes com o Ibovespa, sendo a diferença denominada retorno anormal (RA), que pode ter valor positivo ou negativo se o desempenho das ações for superior ou inferior ao estimador de referência.

5.1. RESULTADOS ENCONTRADOS E IMPLICAÇÕES TEÓRICAS

A maioria das empresas abriu capital nos setores de medicamentos, energia elétrica, programas e serviços de TI e no setor de exploração de imóveis.

Entre os achados referentes às variáveis estudadas, destacam-se os seguintes:

Quanto às dimensões dos conselhos de administração, o tamanho médio foi um pouco mais de 7 conselheiros por empresa, e nos conselhos, entre 1 e 2 membros eram independentes.

A participação de estrangeiros foi, em média, um pouco mais de 58%, sendo que, da amostra de 38 empresas, 26 possuíam mais de 50% do capital investido no IPO originário do exterior. Este resultado sugere que se tratou de uma época em que havia atratividade para o mercado estrangeiro investir no mercado de capitais nacional, ainda que tenha sido no período após o fim da crise financeira que abalou os mercados mundiais na última década.

O tamanho das empresas variou- de forma expressiva, havendo companhias com ativos totais desde menos de 5 milhões de reais a próximo de 10 bilhões.

A participação do fundador como CEO foi bastante reduzida, em cerca de 0,26. Isto quer dizer que foi mais comum encontrar empresas em que o fundador não continuava mais na gestão. Quanto a este ponto, estudos posteriores poderiam analisar especificamente nos casos em que as empresas foram provenientes de investimentos de risco, se a presença do fundador é maior.

Os resultados da análise de correlação, considerando as variáveis principais (representantes de dimensões de governança corporativa) e variáveis controle, evidenciam que o tamanho do

conselho de administração (NC), e a participação de conselheiros independentes (PCEI) apresentam relações negativas e significantes com o desempenho acionário. A variável ativo total (AT) apresentou relação negativa e significativa, ou seja, maiores ativos estavam associados a menores retornos anormais.

Ao aplicar a técnica de regressão múltipla do tipo *Ordinary Least Squares* - OLS com o algoritmo *stepwise backward*, chegou-se ao melhor subconjunto, composto somente das variáveis PCEI e AT, com um coeficiente de determinação (R^2) de 22,95% e um R^2 ajustado de 18,54%, sendo este último valor superior ao do modelo inicial que abrangeu todas as variáveis. Sendo assim, estas variáveis selecionadas conseguem explicar 18,54% da variação da amostra.

Em seguida, foi realizada uma análise descritiva com gráficos abrangendo aquelas variáveis citadas, concentrando assim as informações referentes aos achados observados na etapa de correlação e regressão.

Os resultados encontrados divergem parcialmente dos constatados em outras pesquisas. Primeiramente, em relação ao *underpricing*, o valor de apenas 0,45% é bem menor do que o observado nos estudos mencionados no início deste trabalho, que variaram entre 6,32% (HOFFMAN; BORTOLUZZO; MACHADO, 2011) e 5,79% (RODARTE; CAMARGOS, 2013). De um ponto de vista prático, no aspecto relativo ao nível de risco ao investidor, talvez não tenha sido uma boa fase para buscar retorno instantâneo por meio de ingresso em IPO no período estudado.

Nos resultados de correlação, as relações inversas entre o retorno anormal (RA) e as variáveis número de conselheiros (NC) e participação de conselheiros independentes (PCEI), também foram diferentes do esperado. Quanto ao primeiro caso, ou seja, no que se refere ao tamanho do conselho de administração estar relacionado ao desempenho acionário, foram apontados no capítulo correspondente ao referencial teórico estudos evidenciando associações em sentidos opostos (ANDRADE et al., 2009; SONZA; KLOECKNER, 2014). No presente estudo, constatou-se que maior tamanho do conselho se relacionou negativamente ao retorno anormal. Uma implicação possível é que os investidores que tivessem entre os objetivos maior retorno no primeiro ano, poderiam evitar empresas com grandes conselhos de administração.

Já no que concerne o segundo caso, esperava-se que maior participação de conselheiros independentes melhorasse o resultado acionário, pois há recomendações da presença dos mesmos (IBGC, 2015; OECD, 2015) e há precedente no sentido de maior eficiência empresarial (SONZA;

KLOECKNER, 2014). No entanto, esta pesquisa observou relação negativa ao retorno anormal, sugerindo que a presença de muitos conselheiros independentes prejudica o desempenho acionário. Outros estudos podem considerar analisar se a relação entre a independência do conselho e o retorno anormal ocorre em outras fases econômicas.

No contexto da presente pesquisa, ainda que diversas variáveis selecionadas não tenham sido constatadas como significantes na análise de correlação, ou excluídas na etapa de regressão, é importante considerar o valor do sinal da associação, ao menos do ponto de vista descritivo. Por exemplo, a presença do fundador na gestão parece resultar em melhor desempenho, enquanto a idade da empresa relaciona-se negativamente com o resultado anormal. Uma possível justificativa para esta situação constatada seria que o investidor que ingressa no IPO de uma empresa antiga conta com maior solidez da companhia e, portanto, poderia estar sujeito a menores riscos e retornos decorrentes de valorização de ações.

No que se refere à última variável significativa, que foi o ativo total (AT), naturalmente constatou-se a relação conforme a expectativa, ou seja, empresas com maiores ativos apresentam menores retornos anormais, também provavelmente devido aos menores riscos que as mesmas oferecem aos investidores.

De forma geral, as evidências geradas por este estudo demonstram que a materialização da estrutura de governança corporativa por si só não sugere resultados favoráveis. É possível que fatores intrínsecos ao contexto de governança possam também afetar negativamente o desempenho, tais como elevados ou desproporcionais custos de agência (relativos a excesso de despesas com, por exemplo, auditorias e procedimentos de fiscalização).

5.2. LIMITAÇÕES DA PESQUISA E SUGESTÕES DE ESTUDOS

Este trabalho apresenta alguns aspectos que podem limitar a inferência dos resultados encontrados para períodos subsequentes ou antecedentes ao estudado. Primeiramente é necessário destacar que a amostra é reduzida em razão do lapso temporal analisado, bem como em decorrência do incipiente mercado acionário brasileiro, principalmente quando comparado aos já consagrados pertencentes a países mais tradicionais no ambiente corporativo, tais como EUA, Reino Unido, e

outros como Alemanha e Japão. Pode haver também limitação da precisão do estimador de retorno anormal considerando o *benchmark* (Ibovespa), já que não aprecia de forma específica as exposições de cada empresa que realiza IPO em relação ao contexto econômico setorial (como exemplo, as empresas atuantes em mercados de *commodities* podem sofrer variações bem diferentes das industriais, devido à exposição ao mercado internacional).

É relevante ressaltar, ainda, que somente foram analisados dados do retorno comparados no período de um ano. Outros estudos podem analisar em fases mais prolongadas (BIRK; MORAES, 2012; SONZA; KLOECKNER, 2014), ou em janelas de vários períodos (BOSSOLANI, 2009; RODARTE; CAMARGOS, 2013). Ainda em relação ao período estudado, esta pesquisa se restringiu ao último ciclo econômico não recessivo, que apresentou um número reduzido de IPOs, podendo outros estudos ampliar para períodos antecedentes com o intuito de verificar se as constatações da presente pesquisa se confirmam em outros contextos econômicos favoráveis à abertura de capital.

REFERÊNCIAS

- ALBRIGHT, S. Christian; WINSTON, Wayne L. **Business Analytics: Data Analysis & Decision Making**. 6. ed. Boston: Cengage Learning, 2016.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa: Fundamentos desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANDRADE, Lélis Pedro de; SALAZAR, German Torres; CALEGARIO, Cristina Lélis Leal; SILVA, Sabrina Soares. Governança corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, jul./ago. 2009.
- BAKER, Malcolm; GOMPERS, Paul A. The determinants of board structure at the initial public offering. **Journal of Law and Economics**, v. 46, n. 2, out. 2003.
- BASTOS, Ricardo Martins de Paiva; PINTO, Antônio Carlos Figueiredo; KLOTZLE, Marcelo Cabús. Desempenho pós-IPO de empresas investidas por private equity no Brasil: Uma abordagem setorial. In: XVII Seminários de Administração - SEMEAD, 2014. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2014.
- BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation and Private Property**. New Brunswick: Transaction Publishers, 1968.
- BIRK, Gabriela; MORAES, Gustavo Inácio. Governança corporativa e geração de valor nas companhias de capital aberto no Brasil no período 2000-2011. **Revista Brasileira de Economia de Empresas**, v. 12, n. 2, jul./dez. 2012.
- BIRAL, Rafael Augusto Fernandes. **A abertura de capital afeta o desempenho operacional das empresas?** Evidência da onda de IPOs 2004-2008. 2010. 50 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia de Empresas). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.
- BLACK, Bernard S.; GILSON, Ronald J. Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 3, mar. 1998.
- BRASIL, BOLSA, BALCÃO - B3. **Ofertas Públicas e IPOs**. 2016. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/ofertas-publicas/estatisticas/. Acesso em: 29 out. 2016.
- BOSSOLANI, Tharso. **IPO e o Desempenho das Empresas**. 2009. 58 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2009.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acesso em: 22 maio 2016.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.** Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acesso em: 22 maio 2016.

BRASIL. Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003. **Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM n.13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM n.88, de 3 de novembro de 1988.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst400.pdf>. Acesso em: 22 maio 2016.

CADBURY, Adrian. **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.** London: Gee, 1992.

CAIXE, Daniel Ferreira; MATIAS, Alberto Borges; OLIVEIRA, Sônia Valle Walter Borges. Free Float e valor de mercado corporativo: um estudo do período de 2001 a 2010. **Organizações & Sociedade**, v. 20, n. 67, out./dez. 2013.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. **Revista de Gestão da USP**, v. 13, n. 1, jan./mar. 2006.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Central de Sistemas.** Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 nov. 2016.

DURISIN, Boris; PUZONE, Fulvio. Maturation of Corporate Governance Research, 1993-2007: An Assessment. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, May 2009.

ENGELHARDT, Jens; GANTERBEIN, Pascal. **Venture Capital in Switzerland: An Empirical Analysis of the Market for Early-stage Investments and Their Economic Contribution.** Berna: Haupt, 2010.

EVCA - EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION. **Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs:** An EVCA Special Paper, nov. 2007. Disponível em: <http://www.investeurope.eu/media/78722/guide-on-private-equity-and-venture-capital-2007.pdf>. Acesso em: 10 set. 2016.

EY. **The EY G20 Entrepreneurship Barometer 2013.** 2013. Disponível em: [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssetsPI/The_EY_G20_Entrepreneurship_Barometer_2013/\\$FILE/EY-G20-main-report.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssetsPI/The_EY_G20_Entrepreneurship_Barometer_2013/$FILE/EY-G20-main-report.pdf). Acesso em: 10 set. 2016.

FILATOTCHEV, Igor; WRIGHT, Mike; BRUTON, Garry D. IPOs and Corporate Governance. **Oxford Handbooks Online**, may. 2015. Disponível em:

<http://www.oxfordhandbooks.com/view/10.1093/oxfordhb/9780199935406.001.0001/oxfordhb-9780199935406-e-17>. Acesso em: 07 set. 2016.

GARTNER, William B. A Conceptual Framework for Describing the Phenomenon of New Venture Creation. **The Academy of Management Review**, v. 10, n. 4, Oct. 1985.

HISRICH, Robert D. PETERS, Michael P. SHEPHERD, Dean A. **Empreendedorismo**. 9. ed. Tradução de Francisco Araújo da Costa. Porto Alegre: AMGH Editora, 2014.

HOFFMAN, Ricardo; BORTOLUZZO, Adriana Bruscatto; MACHADO, Sérgio Jurandyr. Impacto da Estrutura de Propriedade e do Nível de Governança Corporativa no Ajuste Parcial de Preços em um IPO. **Insper Working Paper**, WPE 238/2011.

HOWTON, Shelly W. Effect of Governance Characteristics on the State of the Firm after an Initial Public Offering. **The Financial Review**, v. 41, n. 3, Aug, 2006.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado: Um guia para sociedades limitadas e sociedades por ações fechadas**. São Paulo: IBGC, 2014.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICA APLICADA. **Produto interno bruto (PIB) real**. 2016. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br>. Acesso em: 01 jun. 2016.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, Oct. 1976.

JACOBS, Jay; RUDIS, Bob. **Data Driven Security: Analysis, Visualization and Dashboards**. Indianápolis: Wiley, 2014.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, Apr, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Law and Finance. **The Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, Dec, 1998.

LIMA, Sérgio Henrique de Oliveira; OLIVEIRA, Francisco Durval; CABRAL, Augusto César de Aquino; SANTOS, Sandra Maria. Governança corporativa e desempenho econômico: Uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da BM&FBOVESPA. **REGE – Revista de Gestão**, v. 22, n. 2, abr./jun. 2015.

MACHADO JÚNIOR, Celso; PALMISANO, Angelo; MAZZALI, Leonel; CAMPANÁRIO, Milton Abreu. O conhecimento em Governança Corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 26, maio/ago. 2015.

MARUFUJI, Angélica Yashiro Silva. **O Desempenho de Longo Prazo dos IPOs no Brasil**. 2013. 44 f. Dissertação (Mestrado em Macroeconomia Financeira). Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2013.

MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, Jan/Mar, 1988.

MONSMA, Karl. Repensando a escolha racional e a teoria da agência: Fazendeiros de gado e capatazes no século XIX. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 15, n. 43, jun. 2000.

NASDAQ. **Financial Glossary**. Initial public offering (IPO). Disponível em: <http://www.nasdaq.com/investing/glossary/i/initial-public-offering>. Acesso em: 04 jun. 2016.

NELSON, Teresa. The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering. **Strategic Management Journal**, v. 24, n. 8, Aug, 2003.

NEUS, Werner; WALZ, Uwe. Exit timing of venture capitalists in the course of an initial public offering. **Journal of Financial Intermediation**, v. 27, n. 2, Apr, 2005.

OECD - ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **G20/OECD Principles of Corporate Governance**. OECD Publishing: Paris, 2015.

OLIVEIRA, Jailson da Conceição Teixeira; FRASCAROLI, Bruno Ferreira. Impacto dos fatores macroeconômicos na emissão de ações na bolsa de valores. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, jan./abr. 2014.

RIBEIRO, Guilherme Aranha Reis Portela. **O desempenho de médio prazo das ofertas públicas iniciais** – Evidências empíricas no Brasil. 2007. 55 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial). Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2007.

RODARTE, José Rios; CAMARGOS, Marcos Antônio. Underpricing e Desempenho Acionário em IPOs de Companhias Brasileiras: uma análise pré-crise financeira internacional. **Teoria e Prática em Administração**, v. 3, n. 2, jul./dez. 2013.

PWC - PRICEWATERHOUSECOOPERS. **2014 US Capital Markets Watch: Analysis and Trends**. PwC's Deals Practice, jan. 2015. Disponível em: <http://www.pwc.com/us/en/deals/publications/2014-us-capital-markets-watch.html>. Acesso em: 25 jun. 2016.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre di Miceli. Governança corporativa: Custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas - RAE**, v. 48, n. 2, abr./jun. 2008.

SHANE, Scott; VENKATARAMAN, S. The Promise of Entrepreneurship as a Field of Research. **The Academy of Management Review**, v. 25, n. 1, Jan, 2000.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, June, 1997.

SILVA, Sílvia Freitas. Empresas que distribuem dividendos e adotam governança corporativa têm retornos anormais em suas ações? **Revista Ambiente Contábil**, v. 8, n. 2, jul./dez. 2016.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; FAMÁ, Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n.1, jan./jun. 2006.

SOARES, Rodrigo Oliveira; ROSTAGNO, Luciano Martin; SOARES, Karina Talamini Costa. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. Estudo de evento: o método e as formas de cálculo do retorno anormal. In: XXVI Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração - ENANPAD, 2002. Salvador, **Anais...** Salvador: ANPAD, 2002.

SONZA, Igor Bernardi; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, v. 25, n. 65, maio/jun./jul./ago. 2014.

SUCHARD, Jo-Ann. The impact of venture capital backing on the corporate governance of Australian initial public offerings. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 4, Apr, 2009.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

ZIDER, Bob. How Venture Capital Works. **Harvard Business Review**, nov./dez. 1998. Disponível em: <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works>. Acesso em: 4 jun. 2016.

APÊNDICE I

Correlação de Pearson com todas as variáveis

Variáveis: Retorno anormal (RA), participação de mercado do coordenador líder do IPO (PMCL), tamanho do conselho de administração (NC), participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI), participação do fundador na gestão (FG), ações em circulação (FF), idade da empresa (ID), *underpricing* (UP), participação de estrangeiros como investidores (PEI), ativo total (AT).

Variável	RA	PMCL	NC	PCEI	FG	FF	ID	UP	PEI	AT
RA	1,0000									
PMCL	-0,0260	1,0000								
NC	-0,3790*	-0,0432	1,0000							
PCEI	-0,3415*	-0,1736	0,5117*	1,0000						
FG	0,2682	-0,0395	-0,3171*	-0,3379*	1,0000					
FF	0,1362	0,1393	-0,1620	-0,1866	0,1704	1,0000				
ID	-0,2480	0,0742	0,0672	0,0354	-0,1761	-0,3792*	1,0000			
UP	-0,0521	0,2424	0,0712	0,1043	0,0081	0,1018	-0,1325	1,0000		
PEI	-0,1366	0,1309	0,2171	0,0619	-0,1194	0,1167	0,0861	-0,0696	1,0000	
AT	-0,3420*	0,1674	0,3061*	0,0180	-0,1243	-0,2759*	0,1657	0,2632	-0,0443	1,0000

Observação: *Significante a 0,10.

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa.

APÊNDICE II

Variáveis: Retorno anormal (RA), participação de mercado do coordenador líder do IPO (PMCL), tamanho do conselho de administração (NC), participação de conselheiros independentes no conselho de administração (PCEI), participação do fundador na gestão (FG), ações em circulação (FF).

Empresa	Variável Dependente	Variáveis de Governança Corporativa				
	RA	PMCL	NC	PCEI	FG	FF
1	0,009218568	7,89%	10	2	0	30,56%
2	0,332771419	2,63%	8	2	0	39,77%
3	0,006092236	34,21%	9	2	0	26,02%
4	0,542444935	18,42%	5	2	0	27,25%
5	0,611499081	34,21%	6	1	1	34,79%
6	-0,151007738	5,26%	7	1	0	33,73%
7	0,916413248	18,42%	5	2	0	42,73%
8	-0,045874931	34,21%	10	2	0	19,62%
9	-0,32956185	18,42%	8	3	0	41,52%
10	0,01467195	2,63%	5	2	1	76,11%
11	-0,668559524	18,42%	9	4	0	67,30%
12	-0,251688576	18,42%	5	1	0	46,00%
13	0,402253771	34,21%	3	1	1	52,92%
14	0,190342868	34,21%	5	1	0	32,83%
15	0,294786903	5,26%	12	2	0	37,89%
16	-0,090603118	18,42%	6	1	0	100,00%
17	-0,247798674	34,21%	6	1	0	32,20%
18	0,144016431	18,42%	5	1	1	45,44%
19	0,312992439	18,42%	5	2	0	40,05%
20	-0,246412517	34,21%	7	2	0	30,00%
21	-0,016038031	7,89%	7	2	0	22,71%
22	0,267464358	18,42%	7	1	1	100,00%
23	0,37777336	34,21%	7	1	1	43,70%
24	-0,34731872	34,21%	7	1	0	44,07%
25	0,031478498	2,63%	5	1	0	53,69%
26	-0,132843406	18,42%	7	2	1	94,38%
27	1,327352492	7,89%	4	1	1	44,60%
28	0,421041251	7,89%	5	2	0	26,00%
29	0,70718811	34,21%	7	1	0	61,40%
30	0,474681189	34,21%	6	0	0	100,00%
31	-0,221661266	18,42%	9	3	0	21,07%
32	0,392356469	34,21%	5	1	0	100,00%
33	0,851329117	18,42%	5	1	0	100,00%
34	0,464389135	18,42%	6	1	1	51,19%
35	0,356246079	7,89%	8	3	0	31,83%
36	0,244174005	7,89%	7	0	1	39,19%
37	0,357520285	34,21%	10	3	0	100,00%
38	0,155118915	18,42%	7	1	0	43,04%

Fonte: Dados da pesquisa

APÊNDICE III

Variáveis: Retorno anormal (RA), idade da empresa (ID), *underpricing* (UP), participação de estrangeiros como investidores (PEI), ativo total (AT).

Empresa	Variável Dependente	Variáveis Controle			
	RA	ID	UD	PEI	AT
1	0,009218568	42	0,96	49%	157.177.000
2	0,332771419	1	0,98	20%	538.681.000
3	0,006092236	41	1,03	35%	1.720.046.000
4	0,542444935	20	1,02	52%	379.291.000
5	0,611499081	6	0,96	46%	261.641.000
6	-0,151007738	7	1,04	25%	8.806.663.000
7	0,916413248	1	0,94	29%	91.877.900
8	-0,045874931	7	1,13	50%	7.456.055.000
9	-0,32956185	32	1,17	63%	9.737.403.000
10	0,01467195	13	1,00	13%	33.704.203
11	-0,668559524	9	0,85	50%	375.443.000
12	-0,251688576	27	0,91	45%	258.201.000
13	0,402253771	4	1,06	43%	929.714.000
14	0,190342868	3	0,94	55%	332.499.000
15	0,294786903	1	0,86	90%	2.453.131.000
16	-0,090603118	2	1,17	56%	294.193.000
17	-0,247798674	54	0,97	49%	3.927.780.000
18	0,144016431	12	1,00	91%	521.803.000
19	0,312992439	46	1,00	90%	201.382.000
20	-0,246412517	1	1,05	72%	1.054.740.000
21	-0,016038031	46	1,06	64%	1.514.042.000
22	0,267464358	8	1,02	55%	2.335.219.000
23	0,37777336	38	0,89	70%	268.156.000
24	-0,34731872	76	0,92	65%	730.954.000
25	0,031478498	1	0,69	80%	231.006.000
26	-0,132843406	2	1,03	85%	417.861.000
27	1,327352492	4	1,00	2%	287.434.000
28	0,421041251	41	1,00	65%	1.899.997.000
29	0,70718811	29	0,99	77%	440.294.000
30	0,474681189	9	1,00	51%	3.074.351.000
31	-0,221661266	3	1,14	69%	668.907.000
32	0,392356469	6	1,02	55%	1.984.872.000
33	0,851329117	0	1,01	82%	4.642.000
34	0,464389135	6	1,03	73%	1.481.168.000
35	0,356246079	45	0,88	75%	616.760.000
36	0,244174005	29	0,98	64%	578.649.000
37	0,357520285	2	1,11	84%	274.158.417
38	0,155118915	5	1,03	85%	277.868.000

Fonte: Dados da pesquisa